

ÉTUDES ÉCONOMIQUES DE L'OCDE

1999

THÈMES SPÉCIAUX

Le secteur des banques
commerciales

Le gouvernement d'entreprise

La compétitivité

BULGARIE

CENTRE POUR LA COOPÉRATION AVEC LES NON-MEMBRES

© OECD, 1999.

© Software: 1987-1996, Acrobat is a trademark of ADOBE.

All rights reserved. OECD grants you the right to use one copy of this Program for your personal use only. Unauthorised reproduction, lending, hiring, transmission or distribution of any data or software is prohibited. You must treat the Program and associated materials and any elements thereof like any other copyrighted material.

All requests should be made to:

Head of Publications Service,
OECD Publications Service,
2, rue André-Pascal, 75775 Paris
Cedex 16, France.

CENTRE POUR LA COOPÉRATION AVEC LES NON-MEMBRES (CCNM)

**ÉTUDES
ÉCONOMIQUES
DE L'OCDE**

1998-1999

BULGARIE

ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES

ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES

En vertu de l'article 1^{er} de la Convention signée le 14 décembre 1960, à Paris, et entrée en vigueur le 30 septembre 1961, l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE) a pour objectif de promouvoir des politiques visant :

- à réaliser la plus forte expansion de l'économie et de l'emploi et une progression du niveau de vie dans les pays Membres, tout en maintenant la stabilité financière, et à contribuer ainsi au développement de l'économie mondiale;
- à contribuer à une saine expansion économique dans les pays Membres, ainsi que les pays non membres, en voie de développement économique;
- à contribuer à l'expansion du commerce mondial sur une base multilatérale et non discriminatoire conformément aux obligations internationales.

Les pays Membres originaires de l'OCDE sont : l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, le Luxembourg, la Norvège, les Pays-Bas, le Portugal, le Royaume-Uni, la Suède, la Suisse et la Turquie. Les pays suivants sont ultérieurement devenus Membres par adhésion aux dates indiquées ci-après : le Japon (28 avril 1964), la Finlande (28 janvier 1969), l'Australie (7 juin 1971), la Nouvelle-Zélande (29 mai 1973), le Mexique (18 mai 1994), la République tchèque (21 décembre 1995), la Hongrie (7 mai 1996), la Pologne (22 novembre 1996) et la Corée (12 décembre 1996). La Commission des Communautés européennes participe aux travaux de l'OCDE (article 13 de la Convention de l'OCDE).

CENTRE DE L'OCDE POUR LA COOPÉRATION AVEC LES NON-MEMBRES

Le Centre de l'OCDE pour la coopération avec les non-membres (CCNM) a été créé en janvier 1998 par la fusion du Centre pour la coopération avec les économies en transition (CCET) et de l'Unité de liaison et de coordination (LCU) de l'OCDE. En regroupant les fonctions de ces deux entités, le CCNM sert de point focal pour la poursuite et le renforcement de la coopération entre l'OCDE et les économies non membres.

Le CCNM conduit des programmes thématiques et des programmes par pays. Les programmes thématiques, multi-pays, sont rattachés aux activités qui sont au coeur du programme de travail de l'Organisation (concernant, par exemple, les échanges et l'investissement, la fiscalité, les politiques du marché du travail et les politiques sociales, l'environnement). Ils sont mis en œuvre dans le cadre du Forum pour les économies de marché émergentes et du Programme pour les économies en transition. Le Forum pour les économies de marché émergentes représente une structure souple permettant aux non-membres de participer aux activités en fonction de leur pertinence par rapport au thème à l'étude. Le Programme pour les économies en transition s'adresse exclusivement aux économies en transition. Des programmes par pays, qui permettent un dialogue et une assistance plus spécifiques, ont été mis en place pour la Bulgarie, la Chine, la Roumanie, la Russie, la République slovaque (pays candidat à l'adhésion à l'OCDE) et la Slovaquie.

Published also in English.

© OCDE 1999

Les permissions de reproduction partielle à usage non commercial ou destinée à une formation doivent être adressées au Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC), 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris, France, Tél. (33-1) 44 07 47 70, Fax (33-1) 46 34 67 19, pour tous les pays à l'exception des États-Unis. Aux États-Unis, l'autorisation doit être obtenue du Copyright Clearance Center, Service Client, (508)750-8400, 222 Rosewood Drive, Danvers, MA 01923 USA, or CCC Online: <http://www.copyright.com/>. Toute autre demande d'autorisation de reproduction ou de traduction totale ou partielle de cette publication doit être adressée aux Éditions de l'OCDE, 2, rue André-Pascal, 75775 Paris Cedex 16, France.

Table des matières

Évaluation et recommandations	7
I. Évolution et politique macroéconomiques	25
L'origine de la crise économique de 1996 et 1997	26
Mesures prises pour juguler la crise	27
Stabilisation et balance des paiements : viabilité des orientations macroéconomiques	32
Production et investissement : l'impact de la crise et les perspectives de reprise	40
Le budget, la politique budgétaire et la dette de l'État : de la crise à l'assainissement	52
Emploi, revenu et niveau de vie : les coûts d'une transition prolongée	59
II. La renaissance des banques commerciales	65
Rappel : les banques commerciales et la crise économique de 1996-97	65
Modifications des lois et réglementations applicables aux banques commerciales : 1996-98	66
Situation et comportement des banques bulgares depuis le milieu de 1997	70
La reconstruction du secteur des banques commerciales en Bulgarie : enjeux futurs	77
III. Privatisation et restructuration dans le secteur des entreprises	83
Entreprises industrielles : mesures prises pour réduire les pertes et promouvoir la restructuration	83
Privatisation	87
Investissement direct étranger	98
La compétitivité internationale du secteur des entreprises	101
Ouvrir l'économie aux pressions concurrentielles	105
Le processus d'adhésion à l'UE	108
Notes	112
Bibliographie	120



Encadré

1. La caisse de stabilisation de la monnaie en Bulgarie 31

Tableaux

1. Indicateurs économiques fondamentaux 29
2. Indicateurs de la balance des paiements 35

3.	Exportations bulgares par pays de destination : 1996-1998	36
4.	La dynamique du PIB par secteur	42
5.	Indices réels de la consommation et de l'investissement	42
6.	Production industrielle en termes réels	43
7.	Composition des exportations bulgares	43
8.	Valeur ajoutée réelle dans le secteur privé	46
9.	Budget consolidé de l'État	54
10.	Dettes extérieures bulgares	58
11.	Indicateurs sociaux de base	60
12.	Indicateurs des banques commerciales	72
13.	Résultats financiers des entreprises placées sur la liste de confinement	85
14.	Rentabilité des entreprises d'État	85
15.	Méthodes de privatisation	90
16.	Opérations de privatisation sous-traitées à des consultants et intermédiaires	91
17.	Résultats des privatisations directes	94
18.	Opérations de privatisation les plus importantes depuis 1997	95
19.	Résultats de la privatisation de masse	95
20.	L'investissement direct étranger en Bulgarie	99
21.	Investissement direct étranger dans les économies en transition	101
22.	Avantages et désavantages comparatifs révélés de la Bulgarie	103
23.	La diffusion de la normalisation dans les économies en transition (fin 1996)	104
24.	Priorités et objectifs dans le Partenariat pour l'adhésion	109

Graphiques

1.	Instabilité financière	28
2.	Inflation mensuelle des prix à la consommation et à la production	33
3.	Monnaie en circulation	33
4.	Taux des bons du Trésor à trois mois en Bulgarie et taux LIBOR à trois mois pour le deutschemark	37
5.	Actifs bruts de la caisse de stabilisation de la monnaie	38
6.	Niveaux du PIB réel trimestriel, 1996-1998 par rapport à 1995	41
7.	Encours des crédits commerciaux au secteur non financier (en termes réels et en dollars)	45
8.	Valeur moyenne, en dollars EU, des salaires mensuels bruts en Bulgarie et dans un certain nombre de pays en transition	50
9.	Recettes fiscales, charges d'intérêts et budget de l'administration centrale	53
10.	Recettes fiscales mensuelles de l'administration centrale en 1997 et 1998	56
11.	Dettes intérieures bulgares	59
12.	Taux de dépendance dans le régime public de retraite en Bulgarie, 1989-1999	63
13.	Refinancement des banques commerciales par la Banque nationale bulgare	70
14.	Dépôts du secteur non financier dans les banques commerciales	74
15.	Taux d'intérêt	75
16.	Prix d'offre des obligations Brady et ZUNK	76

STATISTIQUES DE BASE DE LA BULGARIE
1997 sauf contre-indication

LE PAYS	Superficie (en km ²)	110 994
	Superficie agricole (en pourcentage)	55.5
LA POPULATION	Population (en milliers, fin d'année)	8 283
	Nombre d'habitants par km ² (fin d'année)	75
	Accroissement annuel de la population (en pourcentage, 1991-1997)	-0.6
	Grandes villes (en milliers, fin 1995) :	
	Sofia	1 117
	Plovdiv	344
	Varna	301
	Bourgas	199
	Emploi déclaré (total, en milliers)	523.5
	Chômage mesuré par l'enquête sur le marché du travail (pourcentage de la population active)	15.0
LE PARLEMENT	Assemblée nationale (chambre unique)	240 sièges
	Partis politiques (sièges au 1 ^{er} janvier 1998) :	
	Union des Forces démocratiques	136
	Parti socialiste bulgare	57
	Mouvement pour les Droits et les Libertés	20
	Business Bloc bulgare	13
	Euroleft	14
LA PRODUCTION	PIB (en milliards de dollars EU)	10.5
	PIB par habitant (en dollars EU)	1 267.6
	Structure du PIB (en pourcentage) :	
	Agriculture et sylviculture	23.3
	Industrie	26.2
	Services	39.6
	Autres	10.9
Formation brute de capital fixe (en pourcentage du PIB)	11.3	
FINANCES PUBLIQUES	(en pourcentage du PIB)	
	Recettes, budget consolidé	32.9
	Dépenses, budget consolidé	35.5
	Dette intérieure	16
COMMERCE ET FINANCES EXTÉRIEURES	(en milliards de dollars EU)	
	Exportations de biens et services	6.3
	Importations de biens et services	5.7
	Stock d'or et réserves en devises	2.6
	Dette extérieure officielle	9.7
LA MONNAIE	Unité monétaire : leva	
	Unité monétaire par dollar EU (fin de période) : décembre 1998	1 675

Le projet de rapport sur lequel cette étude est fondée a été préparé par John Litwack et Andrea Goldstein sous la supervision de Silvana Malle. Zdravko Balyozov et Roumen Avramov ont participé en tant que consultants. L'assistance technique a été assurée par Christophe Madaschi et le secrétariat par Hazel Rhodes et Anne Prioul. L'étude s'inscrit dans le cadre du programme du CCNM consacré à la Bulgarie, et a été présentée à une réunion du Comité d'Examen des Situations Économiques et des Problèmes de Développement le 25 février 1999.

•

Cette étude est publiée sous la responsabilité du Secrétaire général de l'OCDE.

Évaluation et recommandations

En 1996 et au début de 1997, la Bulgarie a connu une crise économique majeure

Début 1997, lors de la publication de la dernière *Étude économique de l'OCDE*, la Bulgarie était en proie à une crise économique et politique de grande ampleur. L'inflation, la dette publique et le déficit budgétaire échappaient à tout contrôle, les banques commerciales et les marchés financiers s'étaient pratiquement effondrés et les réserves de change requises pour défendre la monnaie nationale étaient épuisées. Le gouvernement était conscient de la nécessité de conclure un accord avec les institutions financières internationales pour éviter des perturbations économiques et sociales prolongées, mais les dissensions politiques internes et les troubles civils ont entravé les négociations. L'Étude de 1997 associait cette crise à des conditions initiales difficiles conjuguées aux retards intervenus dans des réformes structurelles critiques, tout en soulignant certaines carences de la politique économique.

Un accord conclu en mars 1997 avec le FMI sur un programme global de stabilisation et de réforme a été d'une importance décisive

En mars 1997, un nouveau gouvernement intérimaire s'est révélé suffisamment puissant et résolu pour conclure un accord avec le FMI sur un programme global de stabilisation et de réforme économique. Cet engagement a été renforcé par un mandat politique solide à la faveur des élections d'avril 1997. Outre des objectifs ambitieux pour la réforme structurelle et l'assainissement budgétaire, un élément central de ce programme consistait à remplacer la politique monétaire active par un régime de caisse d'émission visant à défendre un taux de change fixe de 1 000 leva pour 1 deutschemark. Dans ce contexte, la politique économique récente traduit à maints égards une rupture radicale avec le passé.

Les progrès récents de la stabilisation et de la réforme ont été remarquables au vu des résultats passés

Compte tenu de la situation économique désespérée que l'on vient d'évoquer, la réussite du processus de stabilisation macroéconomique d'assainissement depuis le second semestre de 1997 apparaît particulièrement remarquable. La hausse annuelle de l'IPC, qui frôlait les 600 pour cent en 1997, est tombée à un taux négligeable en 1998. Les ambitieux objectifs d'assainissement des finances publiques ont été atteints, sinon dépassés, et le déficit budgétaire consolidé a été entièrement résorbé en 1998. Le PIB a donné quelques signes de reprise. Les taux d'intérêt se sont détendus rapidement après la mise en place de la caisse d'émission et sont restés par la suite à un niveau très bas pour une économie en transition comme la Bulgarie. Les réserves de la caisse d'émission ont presque doublé depuis sa création. D'importantes avancées ont été également réalisées dans certains domaines de la réforme structurelle. Le rythme de la privatisation s'est notablement accéléré en 1997 et 1998. Le subventionnement des entreprises déficitaires, souvent réalisé dans le passé par le biais de crédits commerciaux bonifiés, a été fortement réduit. Le système de banques commerciales est en voie de reconstruction à partir de principes nouveaux et beaucoup plus sains. La plupart des réglementations tarifaires et commerciales ont été assouplies. Les bons résultats d'ensemble obtenus en 1997 et au premier semestre de 1998 ont servi de base à un nouveau programme global de trois ans qui a reçu l'aval et le soutien du FMI. Ce programme à moyen terme réaffirme une forte détermination à poursuivre la réforme et prévoit de maintenir *sine die* la caisse d'émission et le taux de change actuel, la monnaie nationale étant depuis le 1^{er} janvier 1999 rattachée à l'euro au même taux bilatéral vis-à-vis du deutschemark.

Le niveau de stabilisation qui a été atteint offre l'occasion de répondre à des besoins encore considérables en matière de restructuration et de développement des institutions

La stabilisation macroéconomique a donné à la Bulgarie une marge de manœuvre importante pour rattraper le temps perdu sur le front de la réforme structurelle. Les retards malheureux intervenus les années précédentes imposent une lourde tâche de restructuration et de construction institutionnelle. En Bulgarie, un grand nombre d'entreprises font encore état de pertes et accumulent des arriérés, tandis que les organismes de marché destinés à faciliter les faillites et les liquidations et à rendre plus efficace le gouvernement d'entreprise sont encore largement absents. L'efficacité des mesures destinées à corriger cette situation et à accélérer le processus de restructuration sera déterminante pour les perspectives futures de croissance et de stabilité. Il s'agit notamment de maintenir un climat sain et stable pour favoriser l'investissement et l'esprit d'entreprise, de renforcer les droits des créanciers et des actionnaires et de prendre des initiatives fortes sur le front de la privatisation.

La tourmente actuelle sur les marchés financiers internationaux ne paraît pas menacer la stabilité en Bulgarie dans l'immédiat, et le maintien d'un ferme engagement en faveur du présent régime macroéconomique est très judicieux

En dépit de la tourmente qui a perturbé les flux de capitaux vers les économies de marché émergentes depuis la fin de 1997, le régime macroéconomique et la stabilité financière globale de la Bulgarie ne paraissent pas menacés à brève échéance. La faiblesse des taux d'intérêt intérieurs sur les fonds d'État, due en partie à une surenchère des banques locales pourvues d'abondantes liquidités mais peu portées à prendre des risques, a contribué à maintenir les entrées de capitaux à court terme étrangers à de très bas niveaux. L'instabilité potentielle liée à l'irrégularité des flux de capitaux n'est donc pas pour l'heure un souci primordial. Bien que la balance des opérations courantes soit devenue déficitaire, le soutien au titre de la balance des paiements fourni par l'accord avec le FMI devrait être suffisant pour assurer un équilibre extérieur global approximatif dans un proche avenir compte tenu des engagements actuels de politique économique. Étant donné que la caisse d'émission favorise la stabilité macroéconomique et la transparence de la politique économique, la ferme détermination du gouvernement de maintenir ce régime et de défendre le taux de change est tout à fait opportune. A moyen terme, quelques variables clés déterminent la viabilité du régime macroéconomique, notamment le rythme de

croissance des exportations, l'aptitude plus ou moins grande à attirer l'investissement étranger et l'efficacité des mesures visant à maîtriser la hausse des salaires dans les entreprises publiques peu performantes. La mise en œuvre de ces dernières mesures a posé des problèmes en 1997 et en 1998.

Mais les crises dans plusieurs autres économies de marché émergentes pourraient exercer encore une profonde influence sur le rythme de la restructuration

Tandis que la stabilité à court terme de la Bulgarie n'apparaît pas menacée, les crises dans un certain nombre d'autres économies de marché émergentes sont encore susceptibles d'avoir un impact important sur la balance courante et les entrées d'investissements étrangers, et par là même sur la rapidité de la reprise et de la restructuration économique. Un redéploiement marqué des exportations vers les pays de l'OCDE ces dernières années a limité l'impact direct de la crise russe. Mais les pays de la CEI ayant encore absorbé plus de 17 pour cent des exportations bulgares en 1997, on peut penser que cet impact n'est pas négligeable. La dépréciation monétaire future en Russie et dans d'autres pays touchés pourrait aussi avoir une incidence à moyen terme sur la compétitivité de la Bulgarie, surtout dans des secteurs où règne une vive concurrence à l'exportation, notamment la métallurgie et les produits chimiques. Mais l'aspect peut-être le plus important des retombées de la crise est une plus grande difficulté à attirer l'investissement direct étranger, ingrédient essentiel de la stratégie bulgare visant à accélérer la restructuration et la croissance de l'investissement. A ce stade, la Bulgarie tirerait le plus grand profit d'une amélioration générale de l'attitude des investisseurs internationaux à l'égard des marchés émergents.

Les progrès de l'assainissement budgétaire ont dépassé les attentes, et le service de la dette publique apparaît aujourd'hui gérable

La mise en place d'une caisse d'émission a nécessité des mesures de soutien énergiques en vue de l'assainissement des finances publiques. Les avancées dans ce domaine ont dépassé les attentes initiales. Le déficit budgétaire consolidé, supérieur à 15 pour cent du PIB en 1996, a été ramené à 3 pour cent en 1997 et entièrement résorbé en 1998, ce qui représente l'une des réussites les plus remarquables du programme économique. La principale variable explicative de ce processus rapide est une forte réduction des paiements d'intérêts sur la dette publique intérieure. Ces

versements avaient atteint 17 pour cent du PIB en 1996. La contraction a résulté de trois grands facteurs : une baisse très rapide des taux d'intérêt intérieurs, la dévaluation des emprunts d'État en leva sous l'effet d'une vive poussée inflationniste au début de 1997, et la restructuration d'une partie de la dette publique. Le gouvernement poursuit une stratégie de remboursement progressif de la dette intérieure, qui est tombée de près de 70 pour cent du PIB à la fin de 1996 à moins de 15 pour cent à la fin de 1998. Le poids de la dette extérieure demeure considérable, à près de 80 pour cent du PIB, et la charge annuelle du service de la dette extérieure officielle sera de l'ordre de 700 millions de dollars des États-Unis dans les prochaines années. Si ce fardeau est aujourd'hui supportable, l'obtention de prêts étrangers indépendamment du programme soutenu par le FMI pourrait se révéler difficile.

Les recettes fiscales ont augmenté sensiblement, mais en partie sous l'effet de facteurs temporaires

L'accroissement des recettes fiscales de l'État explique aussi pour une bonne part la réussite du programme d'assainissement budgétaire. Toutefois, les gains de recettes au second semestre de 1997 et en 1998 ont résulté en partie de facteurs temporaires qui ont dopé la rentabilité des entreprises et des banques. Des évolutions peut-être plus durables, notamment le durcissement de l'administration et des règles fiscales, semblent avoir également joué un rôle, même s'il est difficile à ce stade d'évaluer leur contribution relative. A la suite de modifications de la procédure d'immatriculation en 1998, les recettes de l'État au titre de la TVA ont affiché une hausse particulièrement spectaculaire.

Le budget pour 1999 met l'accent à juste titre sur la politique sociale, mais il faudra maintenir à tout le moins un équilibre budgétaire approximatif

L'équilibre budgétaire réalisé en Bulgarie traduit aussi le fait que les dépenses sociales ont été comprimées jusqu'à des niveaux assez bas par rapport à la plupart des autres économies en transition. Étant donné les besoins considérables en matière d'aide sociale, la viabilité politique de cette orientation est contestable. Aussi, le budget pour 1999 est beaucoup plus ambitieux que le précédent, et il prévoit une expansion considérable des recettes publiques et des dépenses sociales par rapport aux lois de finances passées. Dans le domaine de la politique sociale, des initiatives de grande ampleur visent à renflouer et

réformer les systèmes de sécurité sociale et de santé en proie à des difficultés. La présence de la caisse d'émission et le niveau élevé de la dette publique exigent toutefois le maintien d'un équilibre budgétaire au moins approximatif. Le gouvernement a annoncé sa détermination à maintenir cet équilibre.

Le niveau de vie de la Bulgarie reste bas

Le niveau de vie reste bas en Bulgarie par rapport à la plupart des autres pays d'Europe orientale. La crise économique, qui a amputé le revenu réel, dévalué les dépôts d'épargne et aggravé le chômage, a engendré des difficultés supplémentaires dans une large couche de la population. Ce phénomène transparaît dans les statistiques démographiques et économiques. Si le niveau de vie s'est quelque peu amélioré depuis la mi-1997, il reste plus médiocre qu'avant la crise. Plusieurs facteurs rendent difficile l'évaluation de la fréquence de la pauvreté et du chômage en Bulgarie, mais il semble bien que l'une et l'autre ont une ampleur considérable, aussi les programmes d'aide sociale et de recyclage exigeront sans doute une plus grande attention à l'avenir.

La reprise de la production est lente, ce qui n'est pas surprenant dans le contexte de la Bulgarie

Tandis que les progrès de la stabilisation ont facilité le rebond du PIB après sa plongée vertigineuse au plus fort de la crise, au début de 1997, la production reste bien inférieure aux niveaux atteints avant la crise. Depuis la reprise partielle du second semestre de 1997, le PIB est resté à peu près stationnaire. Étant donné les conditions particulières de l'économie bulgare et la nature des mesures récentes de stabilisation économique et de réforme structurelle, l'absence d'un redressement vigoureux de la production n'a pas lieu de surprendre. Outre la contraction de la demande et des revenus intérieurs en termes réels, l'effondrement du crédit des banques commerciales au secteur non financier depuis le milieu de 1996 a rendu la situation plus difficile pour de nombreuses entreprises. Avant la crise économique, les entreprises industrielles bulgares avaient bénéficié d'un taux très élevé de financement bancaire par rapport aux autres pays en transition. En revanche, à l'heure actuelle, la plupart des entreprises souffrent généralement de graves pénuries de liquidités. Sont notamment touchées

les entreprises qui finançaient auparavant leurs lourdes pertes à l'aide de crédits bonifiés.

Toute croissance durable passe par un processus de restructuration difficile et douloureux

Près de la moitié des entreprises industrielles publiques bulgares ont déclaré des pertes en 1998, ce qui révèle l'ampleur des mesures de restructuration encore nécessaires. A l'heure actuelle, la concentration des exportations dans certains secteurs n'est sans doute pas justifiée par un véritable avantage comparatif, comme en témoigne la baisse annoncée des exportations en 1998 par rapport à 1997. Par conséquent, la restructuration future, certes nécessaire pour la viabilité et la compétitivité de l'économie, entraînera inévitablement de nombreuses faillites et liquidations et des coûts sociaux temporaires. Les politiques qui peuvent permettre de faciliter ce processus ou d'atténuer les coûts sociaux temporaires sont donc particulièrement utiles à ce stade. Dans la situation actuelle, la croissance du PIB ne donne qu'une mesure très imparfaite des progrès sur la voie d'une croissance future durable. L'expansion inviable de 1994 et 1995 offre une leçon à cet égard.

L'agriculture a largement profité de la réorientation de la politique économique depuis la mi-1997

L'agriculture a largement profité d'un changement d'orientation de la politique économique à partir de la mi-1997. Ce secteur, dans lequel la Bulgarie détient un avantage comparatif potentiel, a souffert de nombreux problèmes tout au long de la période de transition, notamment en raison de la sévérité des réglementations tarifaires et commerciales et des retards accumulés durant la restitution des terres. Une série de décisions erronées, qui ont abouti à abaisser les prix intérieurs des céréales tout en laissant la porte ouverte aux exportations, a provoqué au début de 1997 une « crise céréalière » qui a nécessité des importations d'urgence pour nourrir la population. Il convient de noter un certain nombre de réformes positives depuis le milieu de 1997 : le processus de restitution des terres a été relancé, les prix des céréales et des autres produits agricoles ont été dans une large mesure libérés et les taxes et contingents à l'exportation ont été supprimés pour la quasitotalité des produits. Ces changements, s'ajoutant à des conditions climatiques propices, ont favorisé une nette reprise de l'agriculture depuis la crise économique. Sa poursuite dépendra

de l'achèvement rapide du processus de restitution et du développement des marchés fonciers. Le gouvernement devrait aussi démontrer qu'il entend honorer ses engagements envers les agriculteurs concernant les conditions des avances sur récolte.

Les mesures visant à remédier à la faiblesse des liquidités et de l'investissement dans les entreprises bulgares devraient être axées sur le développement des marchés financiers et la création d'un environnement plus attrayant pour les investisseurs privés

La rareté des nouveaux crédits commerciaux au secteur non financier depuis le milieu de 1996 reflète en réalité un certain nombre de changements positifs par rapport au passé, notamment une forte réduction des subventions implicites aux activités déficitaires ou à la recherche de rentes et un renforcement de l'impératif de restructuration pour les entreprises déficitaires. Mais ce processus entraîne aussi des coûts importants, liés à la limitation des activités ou à la défaillance d'entreprises potentiellement viables, sous l'effet de très fortes pénuries de liquidités. En outre, l'investissement demeure faible. Quant à savoir quelles ressources supplémentaires au titre de la trésorerie ou de l'investissement pourraient être mises à la disposition des entreprises potentiellement compétitives, c'est là une question importante, mais délicate et complexe. S'il est vrai que le gouvernement peut se sentir tenté ou contraint d'atténuer ces difficultés au moyen de mesures administratives ou de programmes d'investissement public, plusieurs éléments donnent à penser qu'une stratégie optimale devrait mettre davantage l'accent sur le développement des institutions du marché financier et sur la création d'un environnement plus attrayant pour l'investissement intérieur et étranger privé. L'incertitude et les risques considérables inhérents à la détermination des projets prometteurs et des emprunteurs fiables expliquent en grande partie pourquoi les banques commerciales répugnent à prêter au secteur non financier, et l'État n'est guère armé pour résoudre ces problèmes. Bien au contraire, la politisation du processus d'investissement engendrerait probablement des distorsions supplémentaires. Dans presque tous les pays à économie de marché où le secteur financier est très peu développé, les bénéfices non distribués sont la seule source substantielle de financement de l'investissement pour la plupart des entreprises. Cela devrait être aussi le cas en Bulgarie pendant plusieurs années encore, même si l'investissement direct étranger peut constituer un apport

décisif pour quelques entreprises. Les mesures décrites ci-après qui visent à atténuer les risques sur le marché du crédit commercial pourraient contribuer à élargir les possibilités de prêts à court terme performants et créer ainsi une importante source de liquidités pour les exportateurs et pour d'autres entreprises rentables.

En dépit de progrès notables, le cadre institutionnel des faillites et des liquidations reste déficient

Les faillites et les liquidations étaient pratiquement inexistantes en Bulgarie jusqu'à la crise économique de 1996-97. Des progrès considérables ont été accomplis récemment dans ce domaine, mais les carences dont souffrent encore les institutions compétentes entravent le processus de restructuration et contribuent pour beaucoup aux risques évoqués plus haut à propos du crédit commercial. Une action de réforme décisive engagée ces dernières années visait directement la mise en liquidation d'un certain nombre d'importantes entreprises industrielles et banques déficitaires, tandis que d'autres entreprises étaient privées de l'accès au crédit commercial. La mise en œuvre de ce programme a été largement réussie et s'est accompagnée de plusieurs faillites importantes, qui ont toutefois nécessité l'intervention spéciale de l'État. Les faillites d'entreprises grandes ou moyennes à l'initiative des créanciers ou des fournisseurs sont encore fort rares, en dépit de l'ampleur des arriérés sur des crédits commerciaux et d'autres créances. De plus, les demandes des créanciers ou des actionnaires ne sont souvent pas suivies d'effet, même dans les cas de mise en faillite, en raison de graves carences du processus de liquidation. La rationalisation et l'activation des procédures de faillite et de liquidation, doublées d'une protection renforcée des droits des créanciers et des actionnaires, représentent l'un des volets les plus critiques de la politique économique. La restructuration, le développement des marchés financiers, l'efficacité du gouvernement d'entreprise et l'investissement étranger sont autant d'aspects qui dépendent en grande partie du règlement de ces problèmes.

Tel qu'il existe, le gouvernement d'entreprise crée aussi de sérieux obstacles à la restructuration

Le caractère du gouvernement d'entreprise en Bulgarie engendre également de sérieux obstacles au processus de restructuration. En particulier, l'état embryonnaire des marchés du crédit et des actions implique l'absence d'un mécanisme de marché permettant de sanctionner ou de révoquer les équipes dirigeantes inefficaces. Ces institutions sont indispensables pour promouvoir les incitations appropriées en matière de gestion et faciliter le remplacement des dirigeants qui ne possèdent pas les compétences entrepreneuriales ou l'esprit d'initiative nécessaires pour mener à bien la restructuration. Tandis que les ministères se sont employés à remplacer régulièrement les équipes dirigeantes durant la période de transition, il n'est pas certain que cette démarche ait rendu la gestion plus efficiente. Du reste, le processus de privatisation, qui implique un grand nombre de rachats d'entreprises par leurs cadres et leurs salariés, prive peu à peu les ministères de ce pouvoir d'intervention. Les problèmes liés à la prédominance du contrôle par les salariés dans les entreprises bulgares peuvent être atténués progressivement, comme on le verra plus loin, par des mesures de soutien au développement des marchés financiers.

Le processus de privatisation, qui était enlisé depuis de nombreuses années, a bénéficié d'une nouvelle impulsion

Après un début prometteur dans les toutes premières années de la transition économique, le processus de privatisation en Bulgarie s'est enlisé. On estime qu'au printemps de 1996 moins de 4 pour cent des biens de l'État avaient été transférés au secteur privé, chiffre à rapprocher du niveau très bas des investissements directs étrangers cumulés par habitant (moins de 70 dollars des États-Unis). Les récents programmes de réforme ont donc mis l'accent sur l'accélération du processus de privatisation. Des initiatives importantes, à la fin de 1996, ont vu l'établissement d'une liste « d'urgence » spéciale contenant un certain nombre d'entreprises bulgares parmi les plus cotées, pour mise en vente immédiate, et le lancement d'un programme de privatisation de masse par coupons. Les programmes ultérieurs sont restés ambitieux, avec notamment l'annonce en 1998 d'un objectif global impliquant le transfert au secteur privé de 70 pour cent des (anciens) actifs de l'État avant la fin de 1999.

Les résultats récents de la privatisation sont remarquables, même si les conditions sont devenues plus difficiles en 1998

Si les résultats de la privatisation pour ces dernières années ont été généralement en deçà des objectifs très ambitieux qui avaient été annoncés, ils n'en demeurent pas moins remarquables au regard des chiffres passés. C'est le cas plus particulièrement de l'année 1997, au cours de laquelle le produit de la privatisation directe a dépassé le total cumulé de toutes les années précédentes. Le rythme de la privatisation directe des grandes entreprises s'est quelque peu modéré depuis 1997, après la réalisation d'un certain nombre de grandes transactions, et par suite d'un changement d'attitude des investisseurs étrangers à l'égard des marchés émergents. Dans ces circonstances, les autorités bulgares ont continué de privatiser à un rythme soutenu, recourant fréquemment aux rachats d'entreprises par les cadres et salariés.

Les problèmes administratifs de la privatisation demeurent importants

En dépit d'améliorations notables, le processus de privatisation continue de souffrir de problèmes administratifs et d'autres carences. La multiplicité des méthodes de privatisation en Bulgarie reflète un souci compréhensible de maximiser la flexibilité, mais elle a parfois contribué à la confusion et mis à rude épreuve les capacités de coordination et d'exécution de l'administration publique. Les investisseurs qui participent au processus de privatisation en Bulgarie se plaignent régulièrement d'une centralisation excessive de la prise de décision au sein de l'administration publique, du caractère confus des critères utilisés pour évaluer les offres et des conditions favorables consenties aux salariés au détriment des acquéreurs extérieurs. Un programme novateur en cours, qui consiste à sous-traiter les opérations à des consultants (étrangers) externes, n'a donné jusqu'ici que des résultats très modestes, peut-être en raison de difficultés liées à la conception et à la mise en œuvre des contrats correspondants.

L'investissement direct étranger est d'une grande utilité pour la Bulgarie

Dans de nombreuses économies en transition, l'investissement direct étranger a été un moteur essentiel de l'accélération de la restructuration et de la mise en place d'un système de gouvernement d'entreprise efficace. En Bulgarie, l'investissement étranger présente des avantages potentiels particulièrement importants étant donné l'ampleur des actions de restructuration encore nécessaires,

les carences du gouvernement d'entreprise, la faiblesse des institutions financières et l'importance de la contrainte de balance des paiements dans un régime de changes fixes. La place essentielle accordée à la promotion de l'investissement étranger dans les programmes gouvernementaux récents est donc justifiée. Les statistiques de la balance des paiements révèlent un ralentissement considérable des entrées d'investissements étrangers en 1998 par rapport à 1997, pour partie en raison d'un climat général moins favorable sur les marchés financiers internationaux.

La stabilité et la clarté des règles et conditions applicables aux investisseurs étrangers, conjuguées aux progrès de la privatisation et du développement des marchés financiers, sont de nature à attirer un volume accru d'IDE

L'investissement direct étranger est étroitement lié à la privatisation et au développement des marchés financiers. Outre les carences déjà évoquées de la privatisation et des institutions des marchés financiers, les investisseurs étrangers se sont souvent plaints dans le passé du niveau élevé d'instabilité et d'imprévisibilité dans le pays. Cela concerne en partie l'instabilité macroéconomique et politique, pour laquelle les perspectives se sont grandement améliorées ces dernières années. Mais le grief porte aussi sur les règles fiscales et les autres dispositions spéciales qui sont appliquées aux investisseurs étrangers. Ces règles ont continué d'évoluer ces dernières années, et notamment en 1998 avec une décision majeure qui a vu la révocation des privilèges spéciaux précédemment accordés à certains investissements et entreprises étrangers. Paradoxalement, cette dernière décision pourrait faire beaucoup pour améliorer le climat de l'investissement étranger. La simplification et l'uniformisation des conditions applicables à tous les investisseurs, étrangers ou bulgares, devraient normalement accroître la stabilité et la transparence à l'avenir. Pour les investisseurs, qui doivent engager des dépenses au moment présent dans l'espoir d'un rendement futur, la stabilité et la clarté des règles et des conditions revêtent une importance primordiale. Cet aspect devrait donc être un axe prioritaire de l'action gouvernementale.

Le secteur des PME peut être une source précieuse d'emplois et de croissance au moment où beaucoup de grandes entreprises sont confrontées à la restructuration

L'expérience des autres économies en transition démontre également que les petites et moyennes entreprises privées sont susceptibles de jouer un rôle important en absorbant les travailleurs et d'autres ressources provenant de grandes entreprises en difficulté, en favorisant l'esprit d'entreprise et en créant des industries compétitives. Les graves pénuries de liquidité actuelles dans le secteur des entreprises, conjuguées à un chômage irréductiblement élevé et à la perspective de fortes compressions d'effectifs dans l'avenir, soulignent l'importance potentielle primordiale du secteur des PME en Bulgarie. De fait, les nouvelles entreprises privées, de même que les exportateurs industriels, ont joué un rôle majeur dans l'expansion économique modérée observée en 1994 et 1995. Cependant, la crise économique a mis en difficulté le secteur des PME, pour diverses raisons. Les mesures récentes qui retirent à bon nombre de PME le bénéfice des remboursements de TVA ont apparemment amélioré les recettes fiscales, mais elles ont sans doute alourdi le fardeau des petits entrepreneurs. Bien que les modifications récentes des lois fiscales soient justifiées, le gouvernement bulgare devrait toujours considérer comme une priorité générale la préservation d'un environnement sain pour les activités des PME et des entrepreneurs. La prévisibilité et la transparence revêtent une importance primordiale. Il faut pour cela maintenir des conditions simples et stables en ce qui concerne la fiscalité, l'octroi d'autorisations et le droit contractuel. A court terme, les PME peuvent être une réelle source de croissance économique et de création d'emplois, au moment où beaucoup de grandes entreprises sont toujours confrontées à l'impératif d'une restructuration en profondeur.

Les mesures de restructuration du secteur bancaire ont été efficaces

Les activités des banques commerciales ont été au cœur de la crise de 1996-97. A la mi-1996, le système bancaire bulgare était à l'agonie. Les banques commerciales accusaient une situation nette globale négative et une liquidité extrêmement faible, tandis que l'État ne disposait plus des ressources nécessaires pour les remettre à flot. Les mesures adoptées depuis lors se sont révélées efficaces à la fois pour empêcher un effondrement complet de toutes les activités de banque commerciale dans le pays et pour jeter les bases d'un secteur bancaire reconstruit en fonction

de nouveaux principes plus rationnels. Les incitations offertes aux banques se sont considérablement améliorées. Au second semestre de 1997 et en 1998 les banques commerciales en activité apparaissaient correctement capitalisées et solvables. Certes, les actifs demeurent concentrés dans de grands établissements, pour la plupart contrôlés par l'État, mais un programme ambitieux prévoit la privatisation rapide de ces banques, qui seront cédées de préférence à des investisseurs étrangers. Deux grandes banques ont déjà été privatisées.

***La reprise du
crédit commercial
prendra
nécessairement
du temps***

Depuis la crise, les banques commerciales ont investi principalement dans des actifs relativement sûrs et liquides tels que les titres publics étrangers et nationaux. Un certain nombre de problèmes institutionnels doivent être résolus pour aider les banques commerciales à redevenir des intermédiaires financiers efficaces. Le débat de fond dans ce domaine s'est focalisé sur de nouvelles réglementations bancaires très restrictives. S'il est vrai que de légers ajustements de la réglementation, comme ceux qui ont été réalisés à la fin de 1998, peuvent avoir une incidence positive sur les activités des banques dans la sphère réelle de l'économie, on doit admettre que le développement de moyens institutionnels propices à une activité de prêt rentable prendra nécessairement du temps. Parmi les ingrédients préalables, on peut citer l'amélioration des droits des créanciers, l'élaboration de compétences pour l'évaluation des projets, l'estimation des risques et la surveillance, et les mesures d'encouragement de la concurrence dans l'industrie. De plus, dans un régime de caisse d'émission et en l'absence de refinancement par la banque centrale, les banques bulgares devraient en fait opérer dans des conditions de liquidité plus élevée et de risques plus faibles que cela ne serait le cas autrement.

Les mesures destinées à renforcer les droits et les moyens de pression des banques sur les entreprises en défaut de paiement peuvent avoir de multiples retombées bénéfiques pour le développement du cadre institutionnel

Les banques commerciales souffrent avant tout d'une protection très insuffisante de leurs droits en tant que créanciers. Il s'agit en l'occurrence du pouvoir de réaliser les sûretés, de sanctionner la direction des entreprises en défaut de paiement sur des prêts ou d'engager une procédure efficace de mise en faillite et de liquidation par la voie judiciaire. Les mesures destinées à renforcer les droits et les moyens de pression des banques sur les entreprises en défaut de paiement peuvent avoir des retombées bénéfiques multiples sur le développement des marchés du crédit, le gouvernement d'entreprise et la santé financière du système bancaire. Premièrement, une capacité renforcée des banques de recouvrer leurs créances a un effet direct évident sur la rentabilité attendue du crédit commercial. Deuxièmement, ces mesures peuvent réduire les risques que présente pour les banques l'identification des projets potentiellement rentables et des emprunteurs fiables. Si les dirigeants d'entreprise sont conscients que les banques ont le pouvoir de les sanctionner, ou même d'obtenir leur révocation par la voie judiciaire en cas de défaut de paiement, la qualité moyenne de l'effectif des demandeurs de prêts commerciaux sera améliorée. Troisièmement, la procédure permettant de sanctionner ou de révoquer une équipe dirigeante en cas de défaut sur des prêts commerciaux peut représenter au moins une source externe de gouvernement d'entreprise émanant du marché. Ce facteur jouera un rôle très important aussi longtemps que le marché d'actions sera embryonnaire. Les entreprises réellement viables et convenablement gérées qui souffrent actuellement de graves pénuries de liquidité bénéficieront de ces mesures à l'égal des banques commerciales.

La surveillance et la réglementation des banques commerciales continueront de poser des problèmes dans un proche avenir

Le développement d'institutions permettant aux banques d'exercer une activité rentable sur le marché de l'intermédiation financière prend d'autant plus d'importance si l'on considère la contraction actuelle des marges bancaires sous l'effet des présentes stratégies d'investissement « sans risques ». L'érosion accélérée des bénéfices aura normalement pour conséquence positive d'inciter les banques à accroître leurs activités dans la sphère réelle de l'économie, en renforçant leur savoir-faire pour l'évaluation des projets, la surveillance et le recouvrement des créances en cas de

défaut. Mais la faiblesse actuelle du cadre institutionnel, s'ajoutant au manque de compétence de certains dirigeants de banque, fait craindre que plusieurs établissements ne puissent relever ce lourd défi. Le contrôle et la réglementation des banques commerciales s'annoncent donc très difficiles à court et moyen terme, particulièrement en l'absence de solution de rechange pour le refinancement des banques. Il est clair qu'on peut s'attendre à un certain nombre de faillites ou de fusions. Bien que le niveau de liquidité et de fonds propres de la plupart des banques soit apparemment élevé à l'heure actuelle, un contrôle très étroit des activités et des portefeuilles des banques commerciales par la BNB reste hautement prioritaire.

La politique de la concurrence conserve toute son importance en Bulgarie

L'héritage du régime de planification centralisée transparaît dans la concentration particulièrement forte de l'industrie bulgare. Les problèmes qui en découlent pour la politique de la concurrence ont sans doute été aggravés dans les premières années de la transition économique, notamment par les retards de la privatisation, les relations de connivence entre entreprises, banques et organismes gouvernementaux et la concentration de l'activité économique dans un nombre restreint de groupes industriels et commerciaux. En dépit de ces difficultés, la Commission pour la protection de la concurrence (CPC) créée en 1991, s'est montrée très active durant la transition économique, si l'on en juge par le nombre des plaintes qui ont donné lieu à l'ouverture d'une enquête. Mais la CPC s'est consacrée essentiellement aux pratiques commerciales « déloyales » et aux problèmes d'exécution des contrats, questions normalement réglées par la voie judiciaire, alors que les pratiques anticoncurrentielles injustifiables ont reçu moins d'attention. Une nouvelle loi sur la concurrence a été promulguée pour remédier à cette situation. Compte tenu de l'héritage du passé en Bulgarie, la mise en œuvre d'une concurrence équitable et la répression des activités entachées de corruption méritent une attention particulière.

Le degré de coopération à venir entre les grandes formations politiques jouera aussi un rôle important dans le processus de réforme

Dès le départ, le processus de transition en Bulgarie a beaucoup souffert de l'instabilité politique, d'intenses rivalités dans ce domaine et d'une très forte rotation des fonctionnaires et des dirigeants d'entreprise à la suite de nombreux changements de gouvernement. Ce dernier phénomène est peut-être l'une des principales raisons pour lesquelles l'administration publique bulgare est marquée à ce point par la pénurie de personnel compétent et la centralisation excessive du processus de décision. Dans ce contexte, le consensus général qui s'est établi en 1997 entre les principales formations politiques de Bulgarie sur la nécessité d'une caisse d'émission et d'un programme global de réforme a représenté une avancée considérable, et la stabilité politique a été consolidée par l'émergence d'une forte majorité qui soutient le gouvernement actuel. Mais il est possible de resserrer encore la coopération politique dans le cadre du processus de réforme. Il ne faut pas oublier que la rapidité avec laquelle la Bulgarie construira les fondations d'une croissance économique durable dépend aussi du maintien d'une coopération générale plus ou moins étroite entre les principales familles politiques.

En résumé

La Bulgarie a accompli des progrès remarquables depuis la parution de la dernière *Étude économique de l'OCDE*, au début de 1997. Elle connaît aujourd'hui une période prolongée de stabilité économique et politique, sans précédent dans la période de transition. De surcroît, cette stabilité n'apparaît pas menacée dans l'immédiat. Le nouvel accord sur trois ans conclu avec le FMI et d'autres institutions financières internationales assure un soutien de la balance des paiements qui devrait être suffisant pour couvrir les besoins de la Bulgarie. Le budget 1999 est plutôt ambitieux, mais le gouvernement s'est déclaré résolu à restreindre davantage les dépenses si les recettes fiscales n'atteignent pas les niveaux escomptés. L'acquis de la stabilisation macroéconomique offre à la Bulgarie une occasion très propice de prendre les importantes initiatives encore nécessaires dans les domaines de la restructuration et du développement institutionnel. Dans l'immédiat, on peut naturellement prévoir que le redressement de la production, du niveau de vie et des marchés financiers sera un processus lent et difficile. La réalisation d'investissements directs étrangers

substantiels, la poursuite de la privatisation à un rythme rapide, les mesures permettant d'accélérer la procédure de faillite et de développer les marchés financiers, et les actions propres à dynamiser le secteur des PME peuvent hâter la restructuration et en atténuer les coûts sociaux temporaires. La mise au point et la gestion d'un filet de protection sociale s'annoncent très difficiles. Le degré de réussite de la politique économique depuis le milieu de 1997 permet d'espérer que le gouvernement bulgare continuera de relever les défis considérables qui l'attendent.

I. Évolution et politique macroéconomiques

Pendant plus d'un an, la Bulgarie a traversé une période marquée par une dépréciation rapide de sa monnaie, une inflation élevée, une augmentation spectaculaire de la dette publique et une baisse de la production. La situation macroéconomique s'est très fortement améliorée et s'est stabilisée par la suite, grâce à la mise en place à la mi-1997 d'un vaste programme de réformes. Ce programme, soutenu par le Fonds monétaire international et d'autres institutions financières internationales, prévoyait notamment la création d'une caisse de stabilisation de la monnaie, d'importantes mesures d'assainissement budgétaire, et plusieurs objectifs à atteindre sur le plan de la réforme structurelle. Dès 1998, l'inflation des prix à la consommation est retombée à un niveau négligeable, l'équilibre budgétaire a été atteint, les taux d'intérêt ont fortement baissé et la production a donné des signes de reprise. Au vu de ces résultats positifs et de la détermination des pouvoirs publics à poursuivre les réformes, un accord de confirmation a été négocié à la mi-1998 avec le Fonds monétaire, qui prévoit un nouveau soutien important de la balance des paiements jusqu'en 2001. Le gouvernement a également réaffirmé son engagement à maintenir *sine die* la caisse de stabilisation de la monnaie et le taux de change actuel, exprimé par rapport à l'euro depuis le 1^{er} janvier 1999.

Même si la stabilité macroéconomique à laquelle est parvenue la Bulgarie ne semble pas menacée à court terme, les tâches qui restent à accomplir sont considérables. Le redressement de la production et des exportations a été médiocre, en raison de la pénurie de nouveaux crédits commerciaux et de l'importance des restructurations à réaliser pour parvenir à une croissance durable. Le recouvrement des impôts a fait de sérieux progrès récemment, ce qui a contribué au processus d'assainissement budgétaire, mais ces progrès sont en partie imputables à des facteurs temporaires et les pressions sociales sur le budget se font plus insistantes. Les secousses actuelles sur les marchés internationaux des capitaux ont compliqué la tâche des pouvoirs publics, dont le principal objectif était d'attirer des niveaux élevés d'investissement étranger afin d'accélérer les restructurations et d'alléger les contraintes de la balance des paiements. Ces contraintes extérieures pourraient ralentir le rythme de reprise

économique dans un proche avenir, ce qui amènerait dans le moyen terme à se poser des questions sur le régime de la politique monétaire. Le présent chapitre passe en revue la situation macroéconomique de la Bulgarie depuis 1996, dresse un bilan des résultats positifs et met en évidence les principales difficultés auxquelles les responsables de la politique économique vont être confrontés.

L'origine de la crise économique de 1996 et 1997

La précédente *Étude économique de la Bulgarie* réalisée par l'OCDE en 1997 démontrait comment les conditions très difficiles du démarrage de la période de transition, les réformes structurelles trop tardives, l'inadéquation du cadre réglementaire des banques commerciales, les enjeux macroéconomiques et les problèmes de corruption avaient abouti à une crise économique en 1996-97. Le démarrage de la transition avait été compliqué en raison de la forte dépendance de la Bulgarie vis-à-vis du CAEM et du niveau élevé des dettes de l'État et des banques commerciales, pour la plupart libellées en dollars des États-Unis. Comme la Bulgarie était très dépendante du CAEM, le choc ressenti sur le plan des échanges a été plus violent et la baisse de la production au début des années 90 plus forte que dans les autres pays d'Europe centrale et orientale. Les restructurations indispensables pour parvenir à la compétitivité internationale étaient donc plus compliquées. Le niveau élevé des dettes libellées en dollars des États-Unis contrecarrait les efforts d'assainissement et de stabilisation budgétaires. A plusieurs occasions, la dépréciation du leva a fait grimper le service de la dette nationale et extérieure libellée en dollars, au point d'exacerber les déséquilibres budgétaires, d'épuiser les réserves, et de faire remonter les pressions en faveur d'une dévaluation. Enfin, la Bulgarie n'ayant pas, avec l'Europe de l'Ouest, des liens géographiques, historiques et culturels aussi étroits que d'autres pays d'Europe centrale et orientale, la concurrence a été plus rude pour attirer l'investissement étranger et rechercher l'intégration économique.

Outre ces conditions de départ difficiles, des retards dans la mise en œuvre de réformes fondamentales et des erreurs d'orientation ont également contribué aux résultats décevants de la transition économique en Bulgarie avant 1997. Les progrès de la réforme structurelle ont été très lents par rapport à la plupart des autres pays en transition. Lorsque la récente crise a éclaté, l'industrie était encore presque entièrement détenue par l'État et le processus de restitution des terres n'avait quasiment pas commencé. Les investisseurs potentiels, nationaux et étrangers, ne voyaient pas d'un très bon œil l'instabilité politique et économique, le degré élevé de corruption et l'inefficacité administrative, et l'investissement étranger direct était en conséquence très faible. Les faillites ou les liquidations d'entreprises d'État non rentables étaient à peu près inexistantes. Les banques commerciales exerçaient leurs activités sur la base

d'incitations faussées, octroyant des subventions implicites aux entreprises d'État non rentables et accordant des crédits au secteur privé de façon irresponsable. Le contrôle administratif des prix des produits alimentaires de première nécessité n'a cessé de se renforcer entre 1992 et 1996, engendrant des distorsions coûteuses sur les marchés correspondants¹.

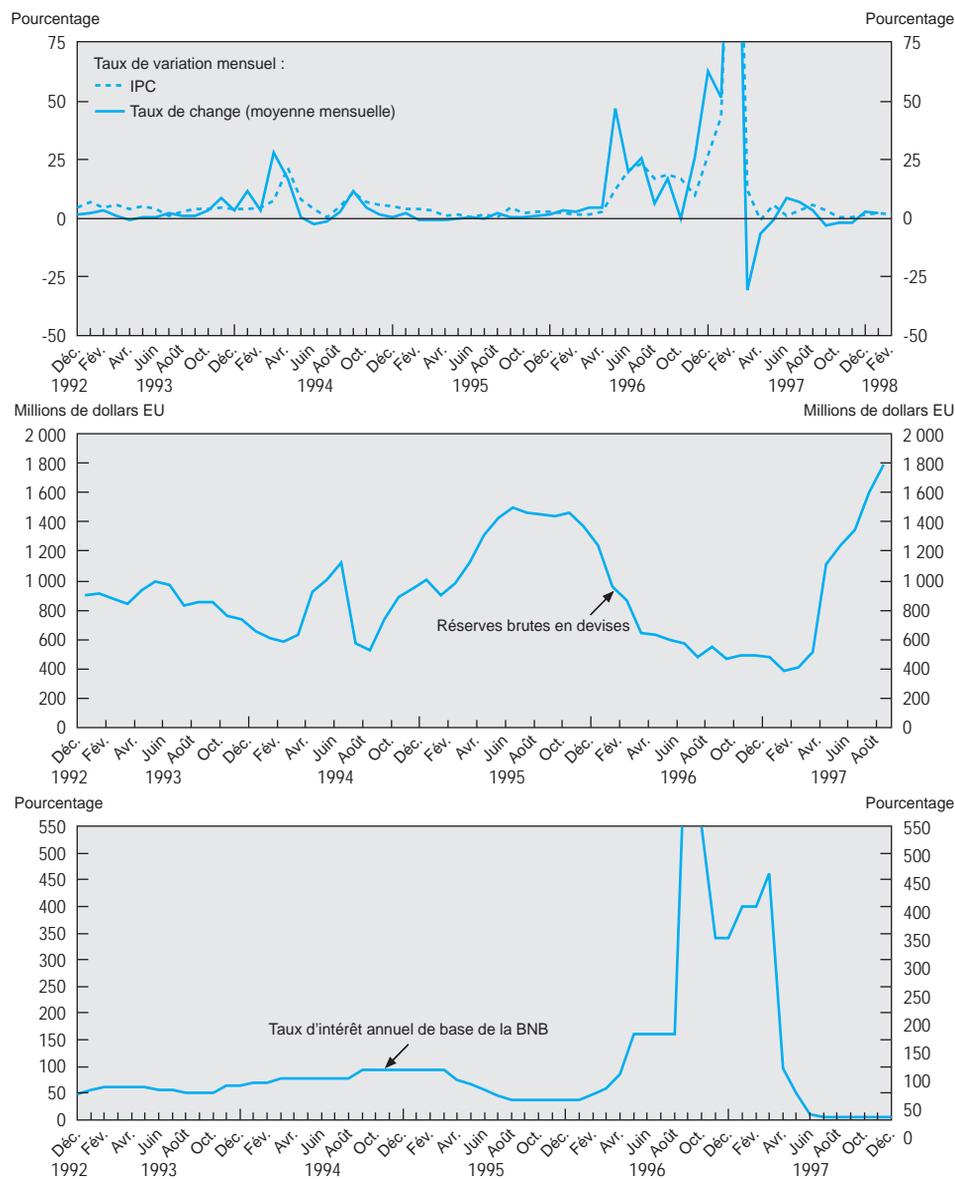
L'efficacité de la politique monétaire et budgétaire était donc sérieusement compromise dans ce contexte. A la fin de 1995, les pouvoirs publics cherchaient à sauver les banques commerciales de plus en plus décapitalisées. Les autorités monétaires continuaient à refinancer les banques en difficulté, mais les emprunts obligataires émis pour recapitaliser les banques pesaient lourdement sur le budget de l'État. Entre 1994 et 1996, la Bulgarie avait pourtant réussi à obtenir un excédent du budget primaire représentant plus de 7 pour cent du PIB entre 1994 et 1996, mais la charge des paiements d'intérêts était telle que les déficits représentaient plus de 5 pour cent du PIB chaque année. Une grande partie de ces paiements d'intérêts était indexée sur le taux d'intérêt de base de la Banque nationale de Bulgarie (BNB) et les pouvoirs publics maintenaient donc la pression sur la BNB pour réduire ce taux afin d'éviter une spirale de l'endettement. En fait, les efforts des autorités pour ramener à la baisse le taux de base ont eu un effet déstabilisateur sur la demande de monnaie en 1994 et en 1995, entraînant à chaque fois une perte de confiance dans le leva, des sorties de capitaux, une diminution rapide des réserves officielles, et une crise du taux de change (graphique 1).

Pendant la crise économique de 1996-97, l'inflation des prix à la consommation, qui atteignait en taux annuel 311 pour cent en 1996, s'est transformée en hyperinflation au début de 1997. Le taux de change du leva est passé de 71 leva pour un dollar à plus de 3 000 leva pour un dollar entre la fin 1995 et le début de l'année 1997. Comme elles n'avaient pas de réserves en devises, les autorités monétaires sont restées impuissantes et n'ont pu intervenir pour défendre la monnaie. Le déficit budgétaire et la dette à court terme ont pris des proportions incontrôlables, les seuls paiements d'intérêts sur la dette publique ne représentant pas moins de 17 pour cent du PIB en 1996. Dès le deuxième semestre de 1996, la crise financière s'est propagée au secteur réel de l'économie. Le PIB, en faible croissance en 1994 et 1995, a baissé selon les estimations de 10 pour cent en 1996 et de 7 pour cent en 1997. Les mesures visant à durcir les contrôles des prix de plusieurs produits alimentaires de base ont entraîné des pénuries, qui n'ont fait qu'aggraver le mécontentement de la population.

Mesures prises pour juguler la crise

La crise financière qui a éclaté au printemps de 1996, après la montée des tensions en 1995 et au début de 1996, a servi de signal d'alarme au

Graphique 1. Instabilité financière



1. Les réserves brutes en devises comprennent les avoirs en devises sur comptes courants et les dépôts de la BNB dans des banques à l'étranger, les avoirs en DTS et la position de réserve de la Bulgarie au FMI.

Source : BNB et OCDE.

Tableau 1. Indicateurs économiques fondamentaux

	1995	1996	1997	1998
Croissance du PIB (en %)	2.9	-10.1	-6.9 ¹	4.0 ³
Croissance de l'investissement en capital fixe (en %)	16.1	-21.2	-22.1	-
Inflation (IPC déc./déc.)	33.0	310.8	578.6	1.0
Chômage (en % de la population active, définition de l'OIT) ²	14.7	13.7	15.0	16.0
Taux d'intérêt effectif de base de la BNB (fin de période)	38.6	342.0	6.8	5.3
Solde budgétaire consolidé (en % du PIB)	-6.6	-16.6	-2.6 ¹	0.9 ¹
Solde commercial ⁴ (millions de dollars EU)	121	187.6	380.4	-200.0 ³
Balance courante				
Solde (millions de dollars EU)	-26	16	427	-170 ³
Pourcentage du PIB	0.0	0.1	4.0 ¹	-1.4 ³
Réserves extérieures brutes (fin de période) millions de dollars EU	1 236	751	2 482	3 051

1. Chiffres provisoires.

2. Estimations de novembre en 1996, 1997, 1998. Estimations d'octobre en 1995. (Données tirées de l'enquête auprès des ménages.)

3. Prévisions.

4. Fab-Fab (d'après la balance des paiements).

Source : BNB, ministère du Travail et des Affaires sociales, ministère des Finances, Institut statistique national et calculs de l'OCDE.

gouvernement, dont l'attitude devant la lenteur de la réforme économique et les problèmes croissants dans le secteur bancaire était jusque-là plutôt passive. Des négociations se sont tenues en urgence avec des institutions financières internationales au sujet d'un nouveau programme qui permettrait d'accélérer le rythme de la réforme économique, avec éventuellement une aide extérieure. Un vaste programme d'action a ainsi été élaboré à la mi-1996, étayé par un accord préliminaire avec le FMI. Parmi les mesures envisagées, les entreprises responsables de la majorité des pertes dans l'économie ont été réparties sur deux listes, une liste de liquidation et une liste de confinement. Les entreprises placées sur la liste de liquidation devraient être immédiatement fermées et liquidées, et celles de la liste de confinement étaient privées de nouveaux crédits bancaires et menacées de liquidation faute de pouvoir faire état de flux de trésorerie positifs. Parmi les autres décisions importantes, évoquées au chapitre II, une politique de refinancement plus restrictive, la fermeture de plusieurs banques en difficulté, et l'accroissement des prérogatives de la Banque nationale, lui permettant de durcir et de faire appliquer les réglementations bancaires. Une « liste d'urgence » de privatisation immédiate des 18 entreprises bulgares les plus performantes a été établie, la priorité étant accordée aux ventes à des investisseurs étrangers.

En définitive, ce train de mesures n'a pas été suffisant pour empêcher une nouvelle détérioration de l'économie en 1996 et au début de l'année 1997. En février 1997, le Parlement à majorité socialiste, qui avait insisté pour former un

gouvernement d'union nationale, a finalement cédé aux pressions en faveur d'élections anticipées. Un gouvernement intérimaire a été nommé, composé de dirigeants de l'opposition, et habilité à poursuivre les négociations avec le FMI. En mars, il a réussi à conclure, avec le Fonds monétaire et d'autres institutions financières internationales, un accord sur un important programme de stabilisation et de réforme. L'adoption de ce programme, et la forte légitimité découlant de la victoire écrasante du Front démocratique unifié lors des élections d'avril 1997, ont été déterminantes pour restaurer la confiance et la crédibilité de la politique du gouvernement. Tandis que certaines des mesures prises à la mi-1996 ont représenté un pas important vers la résolution des problèmes fondamentaux de l'économie bulgare, la gravité de la crise et l'ampleur des responsabilités nécessitaient un consensus politique et social fort, qui n'a pu être atteint qu'après le changement de gouvernement.

L'accord préliminaire conclu entre le gouvernement bulgare et le FMI en mars 1997 a eu pour effet immédiat de tempérer les anticipations et de stabiliser une situation devenue chaotique. L'élément central de ce programme était la mise en place d'une caisse de stabilisation de la monnaie permettant de respecter l'engagement en faveur d'un taux de change fixe. On trouvera dans l'encadré 1 les détails de cet accord. Parmi les autres mesures, analysées ci-après et dans les chapitres suivants, figuraient la restructuration de la dette intérieure de l'État, le renforcement de la discipline budgétaire et la mise en place d'une politique des revenus. L'accord soulignait aussi un certain nombre d'objectifs concernant la restructuration et la privatisation des entreprises ainsi que la libéralisation des réglementations commerciales et de la plupart des prix, en particulier ceux des produits agricoles et alimentaires. Dès la conclusion de l'accord de mars 1997, la BNB a commencé à ajuster sa politique monétaire dans l'optique de la mise en place de la caisse de stabilisation de la monnaie. Elle a cessé d'accorder des prêts au gouvernement et de refinancer les banques, tout en mettant progressivement un terme à ses interventions sur le marché intérieur.

Entre avril 1997 et juin 1998, ce programme a été complété par un accord de confirmation du FMI d'un montant de 371.9 millions de DTS (530 millions de dollars des États-Unis), un engagement de la Banque mondiale de 290 millions de dollars et d'autres annonces d'apports de fonds de l'Union européenne et de divers donateurs officiels. Les succès de la politique économique et de la stabilisation dans l'année qui a suivi l'introduction du train de réformes ont permis au gouvernement bulgare de négocier un nouvel accord de trois ans avec le FMI, qui a mis à sa disposition 627.6 millions de DTS (864 millions de dollars) pour la période 1999-2001, sous réserve de réexamens réguliers. Ce nouveau soutien s'est aussi accompagné d'annonces d'apports de fonds d'autres sources officielles. La Bulgarie prévoit officiellement de recevoir, au titre du soutien de la balance des paiements, environ 600 millions de dollars des États-Unis en 1999 et 500 millions en 2000 et en 2001.

Encadré 1. La caisse de stabilisation de la monnaie en Bulgarie

La caisse de stabilisation de la monnaie a été mise en place en Bulgarie le 1^{er} juillet 1997. Ce type de mécanisme implique un engagement total en faveur d'un régime de change à taux fixe. Il a été également adopté en Argentine, en Estonie et en Lituanie. La création d'une caisse de stabilisation de la monnaie équivaut en quelque sorte à remplacer une politique monétaire active par une simple démarche empirique, en interdisant à la Banque centrale de détenir des avoirs intérieurs. La Banque centrale (caisse de stabilisation) ne détient que des actifs extérieurs, d'un montant généralement supérieur à la valeur de la monnaie intérieure en circulation, et s'engage à acheter et vendre de la monnaie étrangère et nationale au taux de change fixé. L'offre de monnaie nationale est donc automatiquement réglementée par la demande, au taux de change donné, et si les réserves en devises soutiennent à 100 pour cent la valeur de la monnaie nationale, l'offre de devises est toujours suffisante pour soutenir le taux de change. Comme la Banque centrale ne détient pas d'avoirs intérieurs, elle ne peut pas réglementer l'offre de monnaie en pratiquant des opérations d'*open market* ou en octroyant des crédits intérieurs. Les banques commerciales, quant à elles, gardent la capacité d'octroyer des crédits. Le fonctionnement d'une caisse de stabilisation de la monnaie entraîne à l'évidence des pressions sur le budget de l'État et sur les banques commerciales. Les banques commerciales ne peuvent plus obtenir des refinancements pour gérer leur trésorerie. Le gouvernement est obligé de financer tout déficit en empruntant aux banques commerciales, ce qui peut s'avérer très coûteux si les banques commerciales ne sont pas liquides.

La Bulgarie a choisi le deutschemark comme monnaie de réserve utilisée pour soutenir l'offre de monnaie nationale, dans un objectif d'adhésion à l'UE à moyen terme. Le dispositif bulgare se démarque légèrement d'un régime « strict » de stabilisation de la monnaie, parce que l'État et les banques commerciales gardent une certaine marge de manœuvre. Premièrement, l'accès aux financements du FMI est accordé à la direction de la Banque nationale (BNB), qui peut octroyer un « prêt » au ministère des Finances. Comme la source de financement est le Fonds monétaire, cette disposition ne contredit pas les principes fondamentaux d'une caisse de stabilisation de la monnaie. Deuxièmement, la Banque nationale maintient un « département bancaire », qui a une capacité limitée de refinancement utilisable uniquement en cas d'urgence (risque systémique). La taille de la facilité de refinancement est calculée en fonction des capitaux propres de la Banque nationale, correspondant environ à la moitié de l'excédent de réserves en devises, une fois déduit le montant de devises nécessaire pour soutenir la monnaie nationale, les réserves des banques commerciales et les dépôts du gouvernement. Le département bancaire contrôle également le seul instrument de politique monétaire encore existant : les coefficients de réserves obligatoires. Tout comme la facilité de refinancement, les coefficients de réserves obligatoires ne sont, d'un commun accord tacite, pas destinés à être utilisés comme un instrument d'intervention discrétionnaire. Ces dispositions n'ont pas évolué depuis la création du conseil de stabilisation de la monnaie.

Autre caractéristique propre à la caisse bulgare de stabilisation de la monnaie, le gouvernement détient la majorité de ses excédents au département des émissions de la Banque nationale, et non dans les banques commerciales ou autres institutions habilitées à détenir des actifs nationaux. Cette contrainte a pour objectif d'accroître la rigueur monétaire et la transparence de la situation financière du gouvernement

(voir page suivante)

(suite)

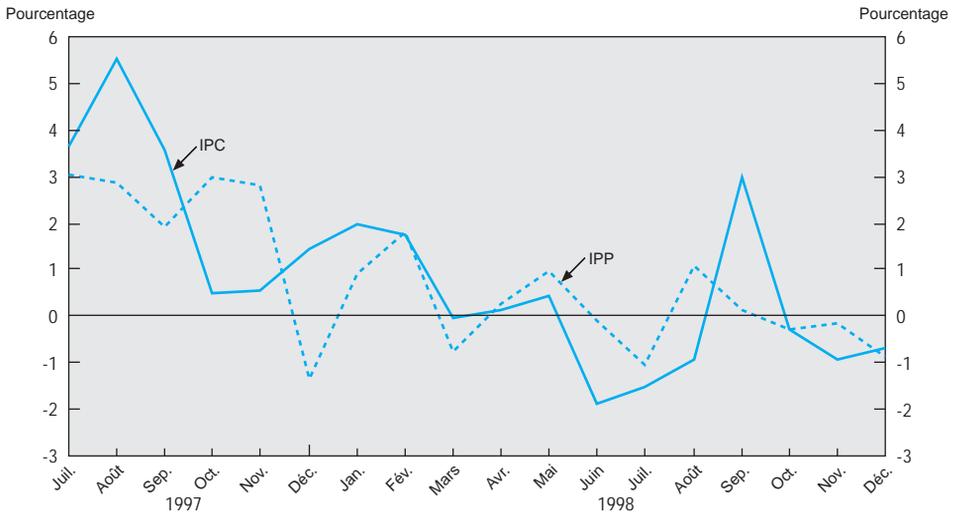
vis-à-vis des créditeurs étrangers. Le gouvernement a annoncé son intention de maintenir pour une durée indéterminée la caisse de stabilisation de la monnaie, ainsi que le taux de change existant, qui a fait l'objet le 1^{er} janvier 1999 d'une conversion en unité euro, au même taux croisé de 1 000 leva pour un deutschemark.

Stabilisation et balance des paiements : viabilité des orientations macroéconomiques

Avec un régime de stabilisation de la monnaie, l'offre de monnaie n'est pas réglementée avec les instruments ordinaires de la politique monétaire. C'est la raison pour laquelle, depuis l'introduction de ce régime, la croissance de l'offre de monnaie et l'inflation en Bulgarie sont très étroitement liées à l'évolution de la balance des paiements. Certaines variations mensuelles de l'inflation sont par ailleurs imputables à des modifications des contrôles des prix de produits de base importants, notamment ceux de l'énergie et des services publics². Les perspectives de croissance et de stabilité à moyen terme, dans le cadre du régime actuel, dépendront fortement de la capacité de la Bulgarie d'éviter soit un déficit substantiel de la balance des paiements, soit une appréciation excessive de sa monnaie en termes réels, sous forme d'inflation avec le taux de change existant.

La caisse de stabilisation de la monnaie s'est révélée performante en tant que stabilisateur de l'économie en 1997. Au seul mois de février 1997, l'inflation progressait à plus de 200 pour cent. Après la formation du nouveau gouvernement et l'accord préliminaire avec le FMI, les anticipations se sont calmées. L'inflation mensuelle est retombée à 12 pour cent au mois de mars, et elle est même devenue négative en avril. Le taux d'intérêt effectif moyen sur les titres d'emprunt d'État est passé de plus de 400 pour cent au mois de mars à moins de 100 pour cent en avril, puis à moins de 6 pour cent après la mise en route de la caisse de stabilisation au mois de juillet. Le choix du taux de change de 1 000 leva pour un deutschemark a suscité quelques controverses au milieu de l'année 1997. D'après certains analystes, le leva aurait dû être dévalué davantage, pour promouvoir la compétitivité sur une longue période, notamment après la forte croissance des salaires nominaux au premier semestre. Selon l'opinion qui l'a emporté, une autre dévaluation n'aurait fait que renforcer les pressions inflationnistes. Et de fait, même à un niveau de 1 000 leva pour un deutschemark, l'inflation a été plus forte que prévu au deuxième semestre de 1997. L'inflation des prix à la consommation au deuxième semestre de 1997 a atteint 2.6 pour cent en moyenne mensuelle, et le total pour l'année s'est élevé à 579 pour cent. En

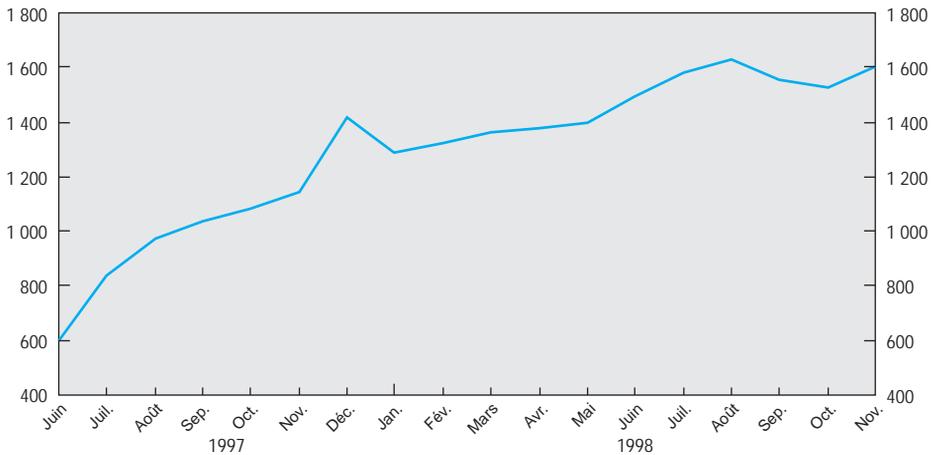
Graphique 2. Inflation mensuelle des prix à la consommation et à la production



Source : BNB.

Graphique 3. Monnaie en circulation

Milliards de leva



Source : BNB.

revanche, 1998 a connu un ralentissement spectaculaire de l'inflation, l'indice des prix à la consommation n'atteignant que 1 pour cent, et l'inflation mensuelle devenant même négative pendant plusieurs mois de l'année (graphique 2).

La très forte inflation au début de 1997 puis son ralentissement se reflètent dans la balance des paiements. Les entrées de capitaux importantes qui ont suivi l'accord initial avec le FMI au printemps de 1997 et la position satisfaisante de la balance courante au début de l'année 1997 ont entraîné une rapide accumulation des réserves officielles, une expansion de la monnaie en circulation et une forte inflation (graphique 3). A partir du quatrième trimestre de 1997, cependant, le compte courant est passé dans le rouge et les entrées de capitaux autres que les prêts officiels ont été négligeables. En fait, selon des chiffres préliminaires pour les trois premiers trimestres de 1998, l'investissement étranger net (de portefeuille et direct) a été négatif (-48 millions de dollars). Outre la détérioration de la balance des paiements, la libéralisation des prix de certains produits de base semble avoir contribué légèrement à l'inflation au deuxième semestre de 1997, comme en témoigne l'indice des prix à la consommation pour les produits alimentaires qui a atteint 17.5 pour cent, alors que les prix des services n'ont augmenté que de 16.2 pour cent et les prix des produits non alimentaires de 12.3 pour cent.

La demande de biens et services étrangers s'inscrivant à la baisse sous l'effet de la dépréciation du leva et de l'affaiblissement des revenus, l'excédent en compte courant a atteint un record de 427 millions de dollars en 1997. La valeur en dollars des biens et services importés a baissé de 3 pour cent, alors que les exportations ont augmenté de 1 pour cent, ce qui a donc fait passer l'excédent de la balance commerciale globale de 188 millions de dollars des États-Unis en 1996 à 380 millions de dollars en 1997. Cet excédent a été également gonflé, courant 1997, par le doublement des transferts nets, dont une partie correspond à l'aide alimentaire accordée pendant la « crise céréalière » du début de l'année 1997.

Les données statistiques du premier semestre de 1998 font état d'une hausse de la valeur en dollars des importations bulgares (+8.6 pour cent par rapport au premier semestre de 1997), en dépit d'une baisse des prix de certaines matières premières importées, notamment le pétrole et le gaz en provenance de Russie³. Cette hausse s'explique essentiellement par le très faible niveau des importations pendant la crise au premier trimestre de 1997. En outre, comme nous le verrons ci-après, les taxes à l'importation sur les produits en provenance des autres pays européens ont été abaissés au début de 1998. Malgré la stabilisation, la valeur en dollars des exportations a en fait diminué, de 2.4 milliards de dollars à 2.2 milliards de dollars au premier semestre de 1998 par rapport à la même période en 1997, pour plusieurs raisons. La première et probablement la plus importante est la hausse du dollar et l'évolution des prix

Tableau 2. Indicateurs de la balance des paiements

Millions de dollars EU

	1996	S1 1997	S2 1997	1997	S1 1998 ¹
Compte des opérations courantes	15.9	239.2	187.5	426.7	-38.3
Balance commerciale	187.6	355.3	25.1	380.4	-32.4
Exportations	4 890.2	2 424.4	2 515.3	4 939.7	2 214.3
Importations	4 702.6	2 069.1	2 490.2	4 559.3	2 246.7
Balance des services	120.1	-29.1	195.4	166.3	35.0
Recettes	1 365.9	521.2	816.3	1 337.5	567.9
Paiements	1 245.8	550.3	620.9	1 171.2	532.9
Balance des revenus	-396.1	-176.3	-180.4	-356.8	-151.7
Recettes	181.0	114.6	96.1	210.6	120.2
Paiements	577.1	290.9	276.5	567.4	271.9
Transferts, net	104.4	89.4	147.5	236.9	110.7
Compte des opérations en capital	-660.4	504.9	450.6	955.5	324.8
Investissements directs	137.5	315.1	189.7	504.8	109.6
Investissements de portefeuille, net	-129.3	177.9	-45.0	132.9	-77.9
Variation de la dette publique (y compris la dette envers le FMI)	-63.9	112.0	200.1	312.1	181.5
Nouveaux prêts	270.3	218.1	421.4	639.5	647.3
Principal payé	334.2	106.1	221.3	327.4	465.8
Dette non publique (net)	-139.4	-23.6	-37.0	-60.6	23.8
Prêts reçus (avoirs), net	338.2	129.6	9.5	139.1	-15.4
Autres (y compris les dépôts et la monnaie)	-803.5	-206.1	133.3	-72.8	103.2
Variations des réserves officielles	-751.2	862.4	777.7	1 640.1	429.0
Erreurs et omissions	-106.7	118.3	139.6	257.9	142.5

1. Estimations provisoires.

Source : Banque nationale bulgare et calculs de l'OCDE.

mondiaux qui ont fait baisser la valeur en dollars des exportations bulgares, l'évolution des prix étant par ailleurs très défavorable pour les exportations de cuivre, de certains autres métaux et de produits chimiques. La deuxième est la baisse de la demande d'exportations bulgares en raison des crises en Russie et en Asie. Troisième raison éventuelle, l'appréciation en termes réels de la monnaie, qui a peut-être été préjudiciable aux exportations, bien que l'ampleur de ce phénomène soit difficile à évaluer.

L'incidence sur la Bulgarie de la crise en Russie et dans la CEI a été modérée, car les exportations bulgares ont été fortement réorientées vers les pays de l'OCDE ces dernières années. Mais les exportations ont peut-être plus souffert qu'il n'y paraît. La Russie a été destinataire de 8 pour cent du total des exportations bulgares en 1997, ce qui est faible, mais la part à destination d'autres pays de la CEI, notamment l'Ukraine et la Géorgie, a été de 9 pour cent, et tous ces pays ont été affectés par les désordres financiers. Selon les estimations préliminaires, la part des exportations de la Bulgarie vers la CEI est tombée à moins de 14 pour cent pendant les trois premiers trimestres de 1998.

Tableau 3. **Exportations bulgares par pays de destination : 1996-1998**

En pourcentage des exportations totales

Destination	1996	1997	1998 (I-IX) ¹
Pays de l'OCDE ²	51.6	57.8	62.6
<i>dont :</i>			
Union européenne	39.1	43.2	50.3
AELE ³	1.0	0.9	0.8
Autres pays de l'OCDE	11.5	13.7	11.5
ALEEC ⁴	3.5	3.4	4.9
CEI et pays baltes	19.0	17.4	13.4
<i>dont :</i>			
Russie	9.8	8.0	6.0
Autres pays non membres de l'OCDE	25.9	21.4	19.1
Total	100.0	100.0	100.0

1. Neuf premiers mois de 1998.

2. Les pays de l'OCDE ne comprennent pas la République tchèque, la Hongrie et la Pologne.

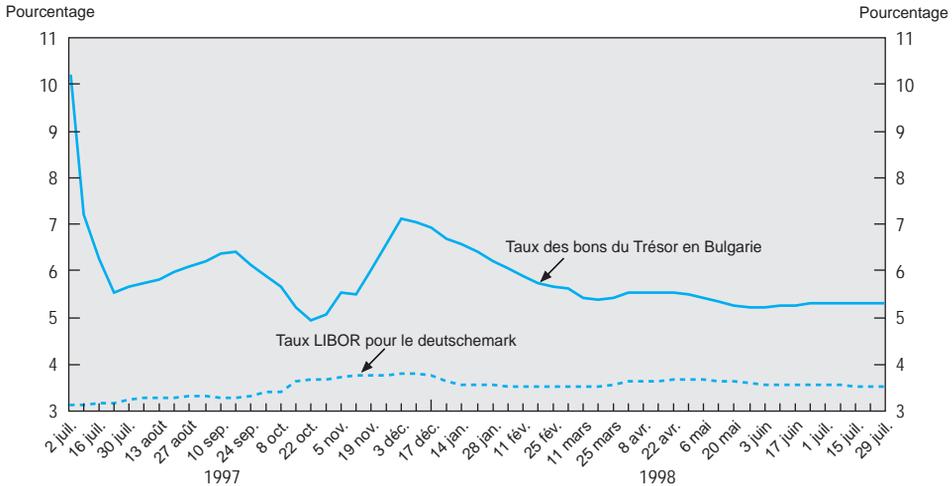
3. L'AELE, l'Association européenne de libre-échange, comprend l'Islande, la Norvège, la Suisse et le Lichtenstein.

4. L'ALEEC, l'Accord de libre-échange d'Europe centrale, comprend la République tchèque, la Hongrie, la Roumanie, la Slovaquie et la Slovénie.

Source : Institut statistique national.

Le compte des opérations en capital s'est également détérioré depuis le deuxième semestre de 1997, surtout en ce qui concerne les entrées d'investissement étranger. Les entrées de capitaux avaient été relativement fortes au premier semestre (493 millions de dollars des États-Unis) juste après le premier accord avec le FMI. Au deuxième semestre de 1997, les apports de capitaux sont retombés à 145 millions (tableau 2). Cette volte-face des investisseurs de portefeuille étrangers est tout à fait frappante. Les entrées importantes d'investissements de portefeuille en Bulgarie (essentiellement sous forme d'obligations de type ZUNK⁴) ont commencé après l'élection du nouveau gouvernement et l'accord passé avec le FMI en mars 1997, et se sont poursuivies jusqu'à l'entrée en fonctionnement de la caisse de stabilisation de la monnaie. Ensuite, les entrées sont devenues négatives pour le reste de l'année, ainsi qu'en 1998. D'avril à juillet 1997, l'investissement net de portefeuille a atteint un total d'environ 200 millions de dollars, et a enregistré entre août 1997 et juillet 1998 une baisse d'un montant équivalent. Le niveau élevé des taux d'intérêt nationaux et les anticipations de stabilisation imminente après l'annonce du programme du FMI ont donc attiré des capitaux spéculatifs. Mais comme les taux d'intérêt ont très rapidement baissé, l'intérêt des investisseurs internationaux est retombé (graphique 4). Le différentiel d'intérêt entre les rendements annualisés des titres bulgares à trois mois et les rendements du LIBOR à trois mois pour le deutsche-mark a diminué régulièrement, de 6.9 pour cent en juillet 1997 à 1.6 pour cent en mai 1998, notamment sous l'effet d'une forte demande d'obligations d'État par

Graphique 4. Taux des bons du Trésor à trois mois en Bulgarie et taux LIBOR à trois mois pour le deutschemark



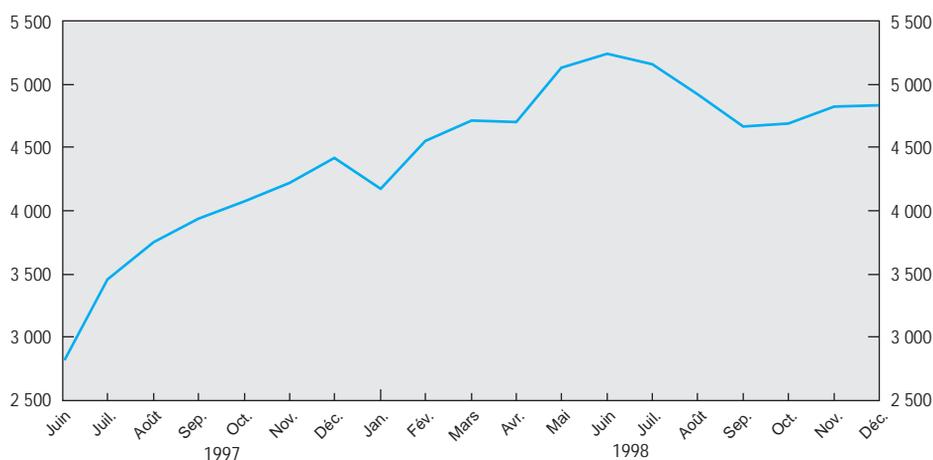
Source : BNB et Reuters.

des banques nationales, très liquides et peu désireuses de prendre des risques (voir au chapitre II). L'inflation ayant été plus forte que prévu au deuxième semestre de 1997, les rendements des actifs bulgares ont été aussi plus faibles que ne le prévoyaient de nombreux investisseurs. L'absence relative d'investissements de portefeuilles étrangers en Bulgarie à l'heure actuelle a renforcé les contraintes de la balance des paiements, mais elle a également protégé la Bulgarie des remous sur les marchés internationaux des capitaux. Les fortes baisses des prix des titres de valeurs mobilières bulgares à l'automne de 1998 n'ont apparemment pas été suivies de sorties de capitaux importantes.

L'investissement direct étranger est examiné en détail au chapitre III, où l'on voit qu'une grande part des apports du premier semestre de 1997 est liée à des transactions dans le cadre du programme « d'urgence » de privatisation lancé au deuxième semestre de 1996. Après l'entrée en fonctionnement de la caisse de stabilisation de la monnaie, ces entrées de capitaux se sont accélérées pour atteindre 48.1 millions de dollars des États-Unis au seul mois de juillet, ce chiffre élevé s'expliquant par la privatisation d'une grande cimenterie. Les entrées d'investissement direct, les crédits étrangers et le « rétablissement » de la demande de monnaie nationale après la mise en place de la caisse de stabilisation de la monnaie sont les principaux facteurs à l'origine d'une accumulation

d'environ un milliard de deutschemarks en réserves étrangères au troisième trimestre de 1997. Du 1^{er} juillet au 31 décembre, les actifs bruts de la caisse de stabilisation de la monnaie sont passés de 2.8 milliards de dollars à 4.4 milliards de dollars, alors que la valeur de la monnaie en circulation est passée de 599 millions à 1.4 milliard de deutschemarks. Les actifs bruts et la monnaie en circulation ont augmenté beaucoup plus lentement en 1998 (graphique 5). Les réserves ont fluctué tout au long de l'année en fonction du service de la dette extérieure et des crédits extérieurs, mais la croissance globale positive des réserves en 1998 reflète les nouvelles entrées de financements extérieurs publics.

Graphique 5. **Actifs bruts de la caisse de stabilisation de la monnaie**
Millions de deutschemarks



Source : BNB.

Les apports extérieurs, essentiellement sous forme de prêts, ont été semble-t-il largement suffisants pour couvrir les besoins de financement de la balance des paiements de la Bulgarie en 1998. Le total des entrées, de près de 750 millions de dollars des États-Unis, a permis d'équilibrer la balance des paiements, comme l'indique la légère hausse des réserves en devises. Le service de la dette extérieure a atteint un peu plus d'un milliard de dollars en 1998, et devrait rester à ce niveau pendant les prochaines années. Le programme à

moyen terme du gouvernement bulgare prévoit des déficits de la balance des opérations courantes de l'ordre de 400 à 500 millions de dollars, soit environ 3 pour cent du PIB, alors que la Bulgarie espère recevoir 500 à 600 millions de dollars de financements extérieurs publics. Cependant, si le solde des opérations courantes est plus faible que prévu, les contraintes extérieures seront plus fortes. Une partie importante du programme à moyen terme suppose donc de nouveaux apports d'investissement direct durant cette période.

Dans le cadre actuel de l'action gouvernementale, le rythme de croissance de l'économie bulgare sera lié à la croissance des exportations et à la capacité d'attirer l'investissement étranger pour alléger les contraintes s'exerçant sur la balance des paiements. En cas de déficit important de la balance globale, dans un contexte de taux de change fixe, toute dépréciation du taux de change réel ne pourra s'opérer que par la désinflation. Dans ce cas, certains prix et salaires nominaux pourraient se retrouver en chute libre, ce qui poserait des problèmes. La désinflation des neuf premiers mois de 1998 n'a pas eu d'incidence trop grave sur la compétitivité parce que les salaires nominaux n'ont pas suivi la chute des prix. L'autre solution pour redresser la balance des paiements serait la contraction des importations sous l'effet d'une récession. Aussi, dans le contexte actuel, où il est difficile d'attirer l'investissement étranger, le solde des opérations courantes devient un facteur de contrainte potentiel plus important pour l'économie bulgare.

Étant donné la proportion importante d'entreprises non rentables détenues par l'État, les pouvoirs publics ont essayé de prendre des mesures pour contrôler la croissance des salaires, sans grand succès jusqu'à présent. En vertu d'un décret du printemps de 1997, seules les entreprises publiques faisant état de bénéfices nets et n'accusant aucun retard de paiement d'impôts sont autorisées à augmenter leurs salaires sans restriction⁵. À partir de mai 1997, ces conditions ont été durcies : pour pouvoir augmenter les salaires, les entreprises publiques doivent également prouver qu'elles n'ont pas d'arriérés de paiement vis-à-vis de leurs banques et de leurs fournisseurs. Toutefois, même si elles ont des arriérés, les entreprises rentables, tout comme les non rentables, pouvant faire état d'une amélioration de leurs résultats financiers sont néanmoins autorisées à relever les salaires à hauteur de 70 pour cent de l'inflation. Des enquêtes effectuées dans les entreprises montrent toutefois que ces conditions n'ont guère été appliquées en 1997 et que les problèmes ont perduré en 1998⁶. Une grande partie des entreprises qui ne respectent pas ces conditions étant insolvables, l'absence de dispositifs efficaces de mise en faillite et de liquidation ne laisse guère de possibilités à l'État d'exercer des mesures disciplinaires. En outre, beaucoup d'entreprises non performantes ont tiré parti de la forte inflation du début 1997 pour maquiller leurs bilans (au niveau des profits notamment) et relever les salaires sans contrevenir au règlement. Au vu de cette évolution, il faudra sans doute renforcer l'efficacité du contrôle des salaires. Mais il ne semble

pas souhaitable de prendre des mesures plus strictes, qui freineraient la croissance des salaires dans les entreprises véritablement rentables, et auraient un effet préjudiciable sur les incitations.

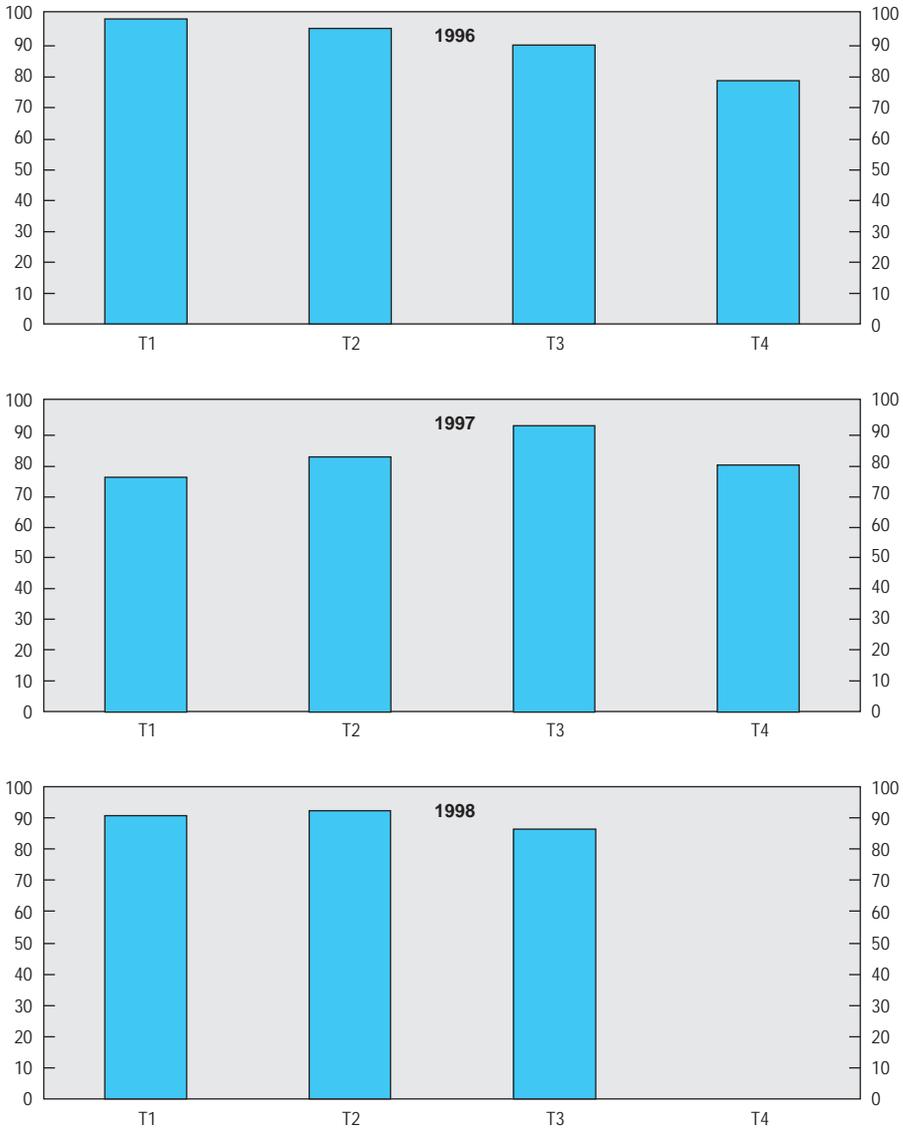
Production et investissement : l'impact de la crise et les perspectives de reprise

La crise économique de 1996-97 a interrompu la modeste reprise de la production enregistrée entre la mi-1994 et le premier semestre de 1996. Pendant cette période, la croissance économique avait été essentiellement favorisée par les exportations des sociétés industrielles, pour la plupart détenues par l'État, exerçant leurs activités dans le domaine de la métallurgie et des produits chimiques, et par le développement d'un secteur privé composé de nouvelles petites entreprises dans les secteurs des services, du commerce, de l'agriculture et de la construction. Le graphique 6 illustre la forte baisse trimestrielle du PIB après le déclenchement de la crise du taux de change au printemps de 1996. Le PIB trimestriel en 1996, 1997 et 1998 est comparé aux niveaux d'avant la crise pour le même trimestre de 1995. En 1996, la production intérieure brute a commencé à chuter régulièrement, accusant une baisse de 10 pour cent dès le troisième trimestre. Dès le quatrième trimestre, le secteur de l'économie réelle a été plongé dans la crise. Par rapport à son niveau du quatrième trimestre de 1995, le PIB est tombé à 79 pour cent fin 1996 et à 76 pour cent début 1997. Le PIB s'est redressé quelque peu à la fin du troisième trimestre de 1997, mais depuis il est resté stationnaire. La croissance positive du PIB annuel en 1998 résulte essentiellement du niveau particulièrement faible de la production au premier trimestre de 1997, point culminant de la crise.

Comme on le voit ci-après au tableau 5, l'incidence de la crise semble avoir été encore plus forte sur la formation de capital fixe (investissement) que sur la production. La part d'investissement en capital fixe dans le PIB (qui était lui-même en diminution) a baissé d'environ 15.3 pour cent du PIB en 1995 à 13.6 pour cent en 1996 et à 11.3 pour cent en 1997. Comme on le voit au tableau 4, la construction a connu une baisse spectaculaire de 36 pour cent en 1997, alors qu'elle avait déjà diminué de 20 pour cent en 1996. Il est toujours difficile de mesurer avec précision l'activité d'investissement en Bulgarie, surtout hors du secteur public. Mais la forte baisse générale de l'activité est indéniable en 1996 et en 1997. Pour les raisons évoquées ci-après, stopper la baisse de l'investissement pourrait s'avérer beaucoup plus ardu que de redonner de l'élan à la production.

La propagation de la crise financière au secteur réel est, semble-t-il, attribuable à deux facteurs : la demande intérieure a subi un choc du fait de la forte baisse des revenus, et les crédits commerciaux au secteur non financier se

Graphique 6. Niveaux du PIB réel par trimestre, 1996-1998 par rapport à 1995
1995 = 100¹



1. Pour T_i , 1995 = 100, où $i = \{1, 2, 3, 4\}$.

Source : Institut statistique national et OCDE.

Tableau 4. **La dynamique du PIB par secteur**

Valeur ajoutée réelle : année précédente = 100

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Agriculture et sylviculture	85.2	69.8	109.5	114.5	92.6	126.2
Industrie et construction	93.6	93.8	106.0	94.6	88.2	86.9
Industrie	89.9	93.4	106.9	92.0	87.1	90.6
Construction	112.5	92.7	99.7	102.2	79.2	64.0
Autres activités	127.9	103.5	110.8	106.5	121.2	–
Services	73.1	100.6	96.9	104.0	90.7	76.4
Transports	103.9	108.5	103.1	139.8	100.0	108.6
Communications	102.9	108.0	100.9	132.5	108.1	93.1
Commerce	80.8	100.4	107.6	102.1	78.5	62.9
Autres services	65.6	99.1	93.3	98.3	93.0	74.7
Produit intérieur brut	92.7	98.5	101.8	102.9	89.9	93.1

Source : Institut statistique national.

Tableau 5. **Indices réels de la consommation et de l'investissement**

1991 = 100

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Consommation	100.0	96.9	93.5	89.2	87.5	81.7	69.3
Consommation non publique	100.0	101.0	100.2	97.6	97.1	95.7	80.7
Consommation publique	100.0	85.1	74.5	65.6	60.2	42.8	37.9
Formation brute de capital fixe	100.0	92.7	76.5	77.3	89.8	70.8	55.1

Source : Institut statistique national et calculs de l'OCDE.

sont fortement contractés. Les dépenses de consommation enregistrées au quatrième trimestre de 1996 et au premier trimestre de 1997 ont été de 20 à 30 pour cent inférieures à leurs valeurs respectives de l'année précédente⁷. La demande intérieure étant faible, la croissance des secteurs tournés vers l'exportation de produits métallurgiques et chimiques a beaucoup moins souffert que celle de la plupart des autres secteurs de l'économie. La production industrielle globale a baissé de 10 pour cent en 1997, mais la valeur en dollars des exportations est restée à un niveau comparable à celui de l'année précédente. Il convient cependant de remarquer que les exportations au premier semestre de 1997 ont pu être un peu stimulées par des cessions de stocks suite à l'effondrement du lev⁸. L'effet de la demande sur la production se reflète également dans la baisse de la part des services par rapport à celle des biens (échangeables) pendant la période de la crise (tableau 4).

Tableau 6. **Production industrielle en termes réels**

Année précédente = 100

	1996	1997	Part en 1997
Charbon, pétrole et gaz bruts	105.0	86.4	2.3
Activités minières et extraction de métaux	128.1	96.1	2.4
Autres activités minières et extractives	98.7	90.3	0.6
Alimentation, boissons et tabac	101.9	82.7	16.9
Textiles	104.4	96.6	3.3
Confection (à l'exception des fourrures)	123.4	99.2	2.2
Cuir et chaussures	111.8	87.8	1.3
Bois et articles en bois (à l'exception des meubles)	98.3	102.2	1.1
Pâte à papier et papier	91.0	86.3	3.1
Coke et produits du pétrole raffiné	112.6	70.6	11.8
Substances et produits chimiques	119.5	91.0	10.3
Caoutchouc et matières plastiques	95.6	81.4	2.1
Autres produits minéraux non métalliques	115.4	87.1	3.5
Métallurgie (production de métaux)	99.3	108.5	11.5
Articles en métaux	95.6	102.4	9.3
Machines et outillage	106.4	85.4	3.2
Matériel de transport	94.8	84.1	2.0
Autres productions industrielles	97.7	80.9	1.1
Énergie : électricité, gaz et vapeur	101.6	106.6	12.0
Total	105.1	90.0	100.0

Source : Institut statistique national.

Tableau 7. **Composition des exportations bulgares**

En pourcentage du total des exportations industrielles

	1995	1996	1997
Métaux	19.6	17.7	21.3
Produits chimiques et matières plastiques	18.4	20.0	18.5
Textiles et chaussures	12.8	14.8	16.2
Machines et outillage	14.1	15.2	14.6
Alimentation, boissons et tabacs	21.9	18.7	14.2
Produits minéraux et combustibles	8.3	9.0	10.2
Bois, papier, faïence, verre	4.8	4.6	4.9
Total	100	100	100
<i>Pour mémoire (valeur des exportations de marchandises en dollars EU)</i>	<i>6 926</i>	<i>4 890</i>	<i>4 914</i>

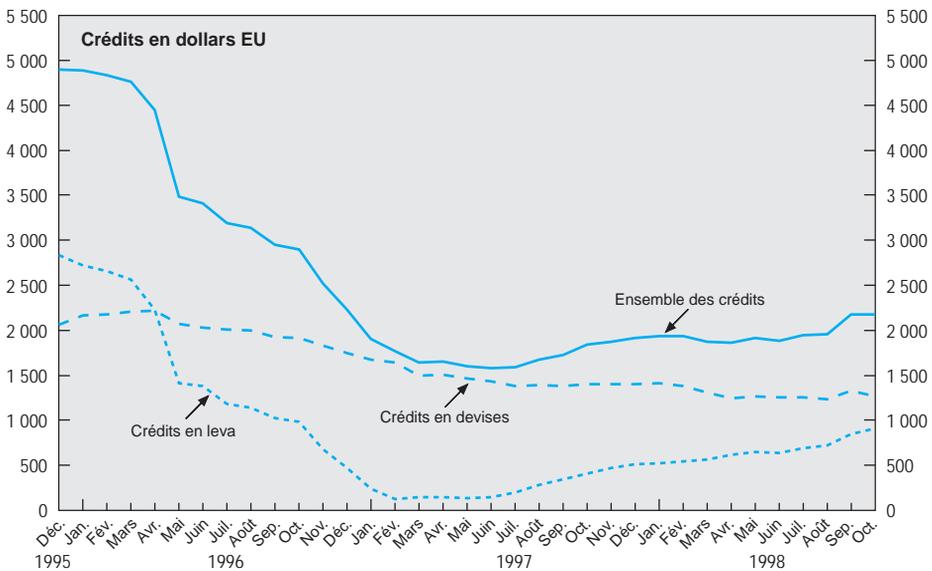
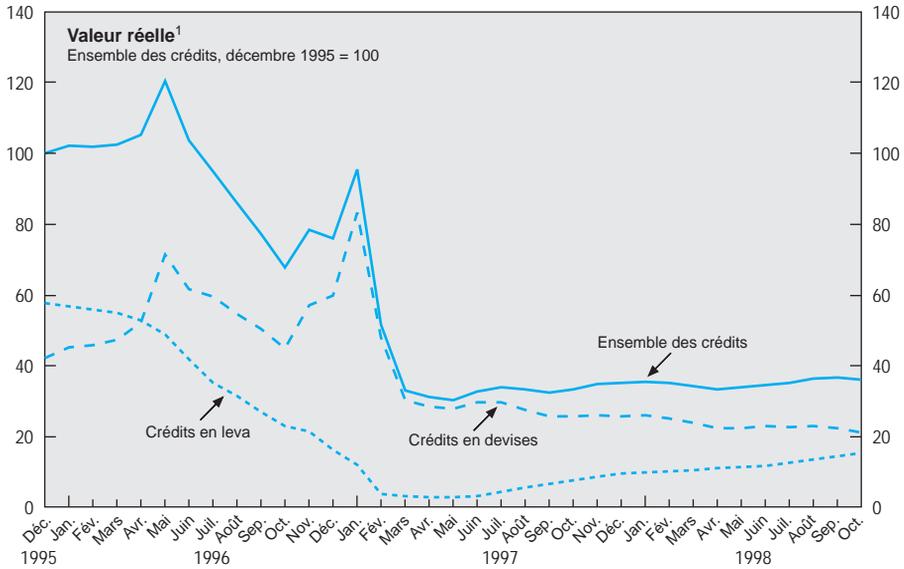
Source : Institut statistique national.

La pénurie sévère de nouveaux crédits commerciaux au secteur non financier depuis le deuxième semestre de 1996 a également contribué à la baisse de la production. La forte diminution des crédits est la conséquence des dispositions très strictes applicables au secteur bancaire adoptées à la mi-1996. A cette époque, la Banque nationale a changé radicalement de stratégie, considérablement réduit le refinancement des banques et éliminé les incitations non négligeables dont bénéficiaient les banques commerciales (chapitre II). Elle a également coupé tous les crédits commerciaux aux grandes entreprises placées sur les listes de confinement et de liquidation (voir chapitre III). Au début des années 90, les entreprises bulgares étaient beaucoup plus dépendantes des financements bancaires que celles de la plupart des autres pays en transition, comme en témoigne le montant élevé de nouveaux crédits commerciaux en proportion du PIB⁹. Le graphique 7 illustre la baisse des crédits commerciaux au secteur non financier en termes réels et en dollars des États-Unis. L'encours des crédits libellés en leva s'est trouvé rapidement dévalué du fait de l'inflation au deuxième trimestre de 1996, alors que leur valeur en dollars est restée à peu près constante. Depuis le quatrième trimestre de 1996, les crédits au secteur non financier sont très stables, les nouveaux prêts restant à des niveaux très faibles (voir chapitre II). La valeur constante des crédits libellés en dollars témoigne de la proportion élevée de crédits hérités du passé.

Comme on le voit au graphique 7, la valeur réelle des crédits commerciaux (corrégés de l'indice des prix à la consommation) au secteur non financier a augmenté de 3.6 pour cent pendant les quatre premiers mois de 1996, puis s'est inscrite en forte baisse au deuxième semestre. Dès le mois d'octobre 1996, la valeur réelle de ces crédits commerciaux ne représentait plus que 68 pour cent de leur valeur au 1^{er} janvier. La hausse du crédit en termes réels après le mois d'octobre n'est pas imputable à de nouveaux prêts : elle est due à l'augmentation de la valeur réelle des crédits en devises du fait de la forte dépréciation du lev. La valeur réelle des crédits au secteur non financier a chuté à nouveau en 1997 sous l'effet de l'inflation, et se situe depuis à moins de 40 pour cent de sa valeur en 1996. Comme on le verra au chapitre II, une grande partie de la reprise modérée des crédits libellés en leva au deuxième semestre de 1997 correspond à des crédits agricoles assortis de garanties publiques. Toutefois, les données préliminaires pour le second semestre de 1998 indiquent une légère hausse possible des autres nouveaux crédits commerciaux.

Selon les chiffres officiels, la production privée a en fait légèrement augmenté en 1997, sa part dans la valeur ajoutée brute passant d'environ 56 à 66 pour cent. Ceci est essentiellement dû à l'incidence des privatisations de masse d'un grand nombre d'entreprises industrielles sur les statistiques du secteur privé (voir chapitre III). En fait, il apparaît que la production a baissé dans les nouvelles PME privées, comme dans le secteur public. Comme on le voit au tableau 8, les secteurs où les nouvelles petites entreprises sont concentrées, tels

Graphique 7. **Encours des crédits commerciaux au secteur non financier (en termes réels et en dollars)**



1. Déflatée à l'aide de l'IPC mensuel.

Source : BNB.

Tableau 8. **Valeur ajoutée réelle dans le secteur privé**
Année précédente = 100

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Ensemble du secteur privé total	117.8	114.6	108.3	121.6	95.4	102.2
Agriculture et sylviculture	115.0	76.8	115.8	107.0	93.6	130.0
Industrie et construction	133.6	147.7	116.2	133.1	101.9	149.4
Industrie	100.8	233.5	110.1	176.3	104.8	201.8
Construction	179.7	152.5	126.1	123.3	84.9	65.7
Autres activités	127.9	103.5	110.8	106.5	121.2	–
Services	115.4	122.4	103.7	124.3	94.1	79.7
Transports	239.8	169.7	119.3	191.6	85.9	119.4
Communications	–	1 800.0	113.6	457.6	249.9	101.0
Commerce	187.0	132.0	122.1	119.2	78.6	64.1
Autres services	98.0	115.4	97.0	120.6	101.6	81.4

Source : Institut statistique national.

que la construction, le commerce et les services, ont tous connu d'importantes baisses d'activité en 1997. Dans l'industrie en revanche, la valeur ajoutée dans le secteur privé a quasiment doublé, mais cela tient essentiellement aux privatisations évoquées plus haut. Les statistiques du marché du travail montrent également qu'un grand nombre de salariés du secteur public sont passés dans le secteur privé entre mars et décembre 1997¹⁰.

Les événements de 1996 et de 1997 ont posé maints problèmes aux petites entreprises. Comme nous l'avons mentionné plus haut, le nouveau secteur privé bénéficiait d'une grande partie des nouveaux prêts commerciaux entre 1994 et la mi-1996, avant la crise du crédit. En outre, ces entreprises ont été particulièrement touchées par la forte baisse de la demande intérieure, les exportations étant plutôt l'apanage des grandes entreprises industrielles. On sait par ailleurs que les entreprises d'État ont utilisé les petites entreprises privées pour y déplacer des ressources par le biais des prix de transfert, mais ces opportunités se sont considérablement réduites, tout comme les subventions d'État¹¹. En 1998, les modifications apportées au régime fiscal et administratif ont été préjudiciables à certaines petites entreprises : il s'agit notamment des mesures touchant les petites entreprises non immatriculées et de l'élimination de l'inscription à la TVA pour les petites entreprises n'ayant pas un chiffre d'affaires suffisant.

Comme on le voit au tableau 4 ci-dessus, l'agriculture s'est rapidement redressée en 1997 après une année 1996 désastreuse. L'agriculture bulgare était déjà en crise avant les turbulences de 1996-1997, pour des raisons diverses : effondrement des marchés du CAEM, réglementation excessive des prix et des

échanges, gros problèmes de restitution des terres et absence à peu près totale de concurrents sur les marchés de gros. A partir de 1995, les pouvoirs publics ont accumulé les erreurs de stratégie en freinant sévèrement les prix intérieurs des céréales et en facilitant parallèlement les exportations, ce qui a abouti à la crise céréalière de 1996 et du début de l'année 1997. Les autorités ont dû procéder à des importations d'urgence de céréales pour nourrir la population.

Depuis la mi-1997, le gouvernement a pris des mesures importantes de réforme et de libéralisation des marchés agricoles. Les progrès importants réalisés dans le domaine de la restitution des terres sont évoqués au chapitre III. Les prix des céréales et d'autres produits agricoles ont été partiellement libéralisés en 1997. A partir de 1998, les taxes et quotas à l'exportation ont été supprimés pour tous les produits agricoles à quelques exceptions près (animaux sur pied et cuirs). Le régime des licences pour le commerce extérieur de produits agricoles a été supprimé le 1^{er} janvier 1999. Le gouvernement a également fortement encouragé le développement de marchés de gros agricoles. Cinq marchés de gros pour le bétail ont été créés en 1998 avec l'aide d'un projet PHARE - UE et la BERD soutient actuellement un projet de création de marchés de gros pour les fruits, les légumes et les fleurs. En dépit des barrières importantes à l'importation de produits alimentaires en Europe, l'agriculture semble pouvoir constituer un véritable avantage comparatif pour la Bulgarie.

La valeur ajoutée brute dans le secteur agricole et la sylviculture a augmenté de 26 pour cent en 1997, grâce à une récolte tout à fait supérieure à la moyenne, et la pénurie de céréales s'est transformée en excédent. En fait la Bulgarie s'est retrouvée en 1998 avec des «souds de pays riche». Le gouvernement ne s'était pas explicitement engagé à un prix d'achat minimum pour les céréales, comme il l'avait fait en 1997. Néanmoins, afin de garantir une offre suffisante de céréales et de protéger les revenus des agriculteurs, le gouvernement, par le biais de son Fonds d'État pour l'agriculture, a octroyé plusieurs prêts aux agriculteurs, remboursables après la récolte de 1998, en céréales, à 230 000 leva la tonne, soit un montant égal au prix d'achat minimum fixé en 1997. Comme la récolte de 1998 a été elle aussi excellente et que les prix mondiaux des céréales ont chuté, il a été difficile de respecter cet engagement. Le gouvernement, qui avait dépensé 76 milliards de leva en 1998 pour soutenir les prix des céréales, a cessé d'intervenir sur le marché. En dépit de ses engagements contractuels, le Fonds d'État pour l'agriculture n'a évalué les céréales qu'à un prix implicite de 110 000 leva la tonne, soit à peu près le prix du marché. Quelques agriculteurs menaceraient actuellement de ne pas produire de blé en 1999¹².

La Bulgarie a pris récemment plusieurs mesures pour s'intégrer davantage aux marchés mondiaux. Conformément aux obligations de l'OMC et grâce à l'adoption d'un nouveau régime pour les échanges extérieurs, les droits d'entrée ont été abaissés de près de 10 pour cent en 1998, ce qui ramène le niveau moyen

de protection à environ 16 pour cent en 1999¹³. Le programme économique à moyen terme de 1998 a prévu d'autres mesures dans la perspective d'une adhésion de la Bulgarie à l'Union européenne à moyen terme : suppression de toutes les taxes à l'exportation encore existantes, sauf pour le bois ; réduction progressive des droits de douane ; élimination des surtaxes à l'importation. La Bulgarie prévoit également la libéralisation progressive de ses opérations en capital et en devises¹⁴. A compter du 1^{er} janvier 1999, la Bulgarie est devenue membre officiel de l'Accord de libre-échange d'Europe centrale (ALEEC), qui réunit la République tchèque, la Pologne, la Roumanie, la Slovaquie, la Slovénie et la Hongrie. L'ALEEC prévoit un régime de libre-échange pour 80 pour cent de tous les biens non agricoles et en général des droits de douane plus faibles pour les 20 pour cent restants. La Bulgarie a aussi conclu un accord de libre-échange avec la Turquie, portant sur 90 pour cent de tous les biens non agricoles. Des négociations similaires sont en cours avec d'autres pays, notamment les États baltes, le Maroc, l'ancienne République yougoslave de Macédoine et Israël. Une libéralisation plus poussée du régime des échanges de la Bulgarie serait bénéfique pour les exportateurs et pour le bien-être des consommateurs. Mais avec le dispositif actuel de caisse de stabilisation de la monnaie, un affaiblissement excessif de la balance commerciale entraînerait probablement des pressions très fortes à la baisse des revenus et de la demande globale. Afin de stimuler les exportations, le gouvernement et le ministère du Commerce extérieur et du Tourisme ont prévu le développement d'organismes de promotion des exportations, l'octroi de garanties publiques pour l'assurance à l'exportation (Agence bulgare d'assurance à l'exportation) et la création d'un Centre national pour la promotion des exportations (avec le soutien du programme PHARE).

Comme beaucoup d'entreprises bulgares étaient très dépendantes des crédits commerciaux, on peut comprendre que la crise du crédit ait eu une forte incidence sur la production. Étant donné le faible niveau du développement institutionnel des marchés financiers, du gouvernement d'entreprise et des procédures de mise en faillite en Bulgarie, une forte reprise des crédits commerciaux au secteur non financier est très improbable dans l'immédiat. Pourtant, certains obstacles à la reprise économique ont peut-être un caractère transitoire. Les entreprises bulgares subissent sans doute encore des coûts de transaction élevés, car elles doivent exercer leurs activités dans des conditions de liquidité beaucoup plus précaires. Certains coûts d'ajustement dus au remplacement d'un grand nombre de cadres dirigeants d'entreprise en 1997 (voir chapitre III) sont par ailleurs non récurrents. Il est possible que l'on assiste à une reprise partielle du crédit à très court terme, notamment pour des opérations rentables de commerce extérieur (chapitre II).

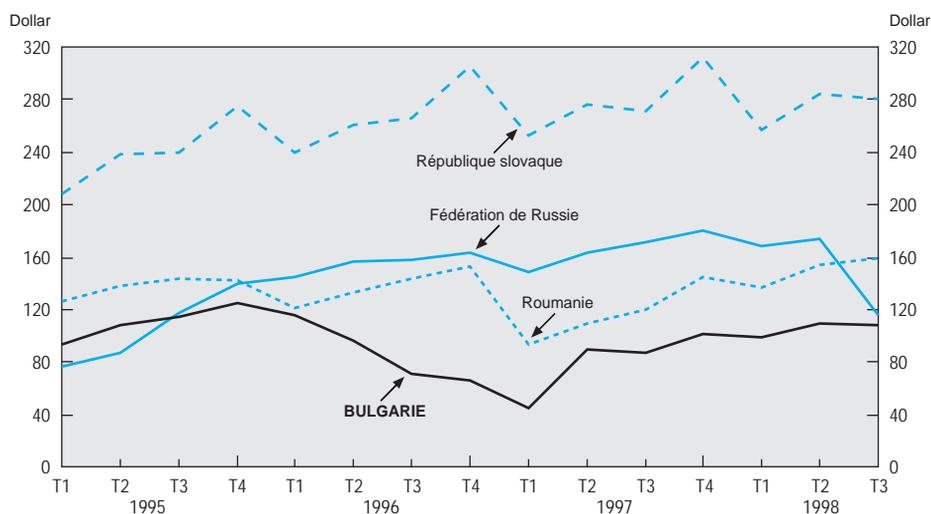
L'expérience des pays de la région qui en sont à un stade de transition plus avancé tend à démontrer que ce sont les petites entreprises privées et l'investissement direct étranger qui constituent à court terme les deux sources les

plus prometteuses de soutien de la croissance économique¹⁵. Pour les entreprises industrielles qui ne bénéficient pas d'investissements étrangers importants, le renforcement des contraintes financières et les menaces de mise en liquidation devraient stimuler l'efficience et les efforts de restructuration. A ce stade de la transition, cependant, les privatisations des grandes entreprises industrielles n'auront que des effets très limités et de courte durée s'il n'y a pas de participations extérieures d'entrepreneurs ou d'investisseurs étrangers. En effet, faute de partenaires extérieurs, il n'y a guère de raisons de s'attendre à une forte amélioration des incitations pour les cadres ou de l'accès à des financements extérieurs juste après la privatisation.

Comme nous l'avons souligné plus haut, les contraintes s'exerçant sur la balance des paiements sont telles en Bulgarie que la reprise économique sera probablement dépendante d'une forte augmentation des exportations. Comme les subventions implicites par le biais des banques commerciales étaient très importantes en Bulgarie, il est difficile d'évaluer la compétitivité potentielle de l'industrie bulgare à l'exportation. Dans la précédente *Étude économique de la Bulgarie* effectuée par l'OCDE, l'analyse partielle de la rentabilité des exportations avait donné des résultats mitigés, mais concluait à l'improbabilité d'une croissance durable sur la base de la structure des exportations de 1994 et de 1995¹⁶. Certains secteurs tournés vers les exportations, notamment celui de l'acier, n'ont guère de chance d'être rentables à moyen terme. Une enquête approfondie sur la compétitivité effectuée par l'Institut autrichien de recherche économique et l'Institut d'études économiques comparatives de Vienne a également donné des résultats mitigés pour ce qui concerne la Bulgarie. Même si la Bulgarie bénéficie d'un avantage en matière de capital humain et si les coûts de la main-d'œuvre sont relativement faibles, les exportations semblent à l'heure actuelle excessivement concentrées dans les industries à forte intensité de ressources¹⁷.

En dépit de l'appréciation de la monnaie en termes réels et de la reprise partielle des salaires réels, les coûts de la main-d'œuvre en Bulgarie restent généralement faibles en comparaison de la plupart des pays en transition. A bien des égards, la main-d'œuvre bulgare possède un niveau d'éducation et de formation plutôt élevé. De tous les pays en transition d'Europe de l'Est, seule la Roumanie a des salaires d'un niveau comparable à celui de la Bulgarie (voir graphique 8). L'évolution des coûts du travail en Russie depuis la dépréciation du rouble pourrait constituer une menace potentielle pour la compétitivité, car la Bulgarie et la Russie ont en commun une concentration de leurs exportations dans les secteurs de la métallurgie et des produits chimiques. Les salaires (exprimés en dollars) en Russie sont tombés à des niveaux bien inférieurs aux salaires bulgares au deuxième semestre de 1998. Les monnaies des autres pays de la région ont également été soumises à des pressions de plus en plus fortes en 1998. En conséquence, si la Bulgarie ne parvient pas à augmenter sa productivité, l'appréciation en termes réels de la croissance des salaires en Bulgarie

Graphique 8. Valeur moyenne, en dollars EU, des salaires mensuels bruts en Bulgarie et dans un certain nombre de pays en transition



Source : Institut statistique national et OCDE.

pourrait poser de sérieux problèmes aux exportateurs bulgares. Comme nous l'avons évoqué ci-dessus, les tentatives des autorités de limiter la croissance des salaires dans les entreprises publiques depuis l'introduction de la caisse de stabilisation de la monnaie n'ont pas été jusqu'à présent suivies d'effets très positifs.

Les problèmes de gouvernement d'entreprise représentent un obstacle important à la croissance, à l'investissement et la reconstruction des marchés du crédit en Bulgarie. Le développement insuffisant des marchés de capitaux et des dispositifs de mise en faillite ne laisse guère de marge de manœuvre pour remplacer les dirigeants inefficaces, à moins de vendre l'entreprise à des entrepreneurs extérieurs ou à des investisseurs étrangers. Les rachats d'entreprises par les dirigeants et les salariés se sont récemment multipliés. Ces opérations vont sans doute renforcer les incitations des salariés existants, mais conforter au moins à court terme les cadres dirigeants dans leur position (voir chapitre III).

La charge fiscale relativement élevée et l'évolution très rapide des règles et de la législation fiscales sont souvent considérées comme des obstacles importants à la rentabilité des entreprises et de l'investissement. Les impôts les

plus importants sont la TVA (au taux de 20 pour cent), les impôts sur les bénéfices des entreprises et les impôts municipaux sur les sociétés (37 pour cent en moyenne), les cotisations de sécurité sociale (de 40 à 50 pour cent de la masse salariale) et les impôts sur le revenu. Jusqu'à la révision en 1998 des abattements pour amortissement pour tenir compte de l'inflation passée, la charge réelle de l'impôt sur les bénéfices était en fait beaucoup plus élevée. Les dispositions préférentielles spécifiques, parfois tout à fait imprévisibles, étaient assez courantes. Dans le cadre du programme à moyen terme du gouvernement, les autorités ont, à compter de janvier 1999, ramené le taux de TVA de 22 à 20 pour cent et réduit le taux marginal de l'impôt sur les bénéfices dans la tranche la plus élevée. Un nouvel impôt de 6 pour cent de la masse salariale pour financer un nouveau fonds national d'assurance-maladie a été institué, mais cette charge sera neutralisée par un allègement des autres prélèvements de sécurité sociale et de l'impôt sur le revenu. Des mesures importantes ont eu pour effet de supprimer la plupart des exemptions spécifiques et d'élargir l'assiette fiscale.

D'après le programme économique à moyen terme, la croissance du PIB devait être de 4.5 pour cent en 1999, puis passer à 4.8 pour cent en l'an 2000 et à 5.1 pour cent en 2001. Par la suite, les perspectives de croissance pour 1999 ont été révisées à la baisse, à 3.7 pour cent. Étant donné les difficultés actuelles de nombreuses entreprises bulgares évoquées ci-dessus, et en l'absence d'un redressement notable de la production depuis le second semestre de 1997, ces objectifs semblent optimistes. La croissance en 1998 devrait se situer dans cette fourchette d'estimations, mais ceci est dû en partie à une production anormalement faible au premier semestre de 1997¹⁸. D'après les enquêtes effectuées par l'Institut national des statistiques, les bénéfices ont diminué et le pessimisme s'est accru dans les entreprises industrielles entre la mi-1997 et la mi-1998. Au deuxième semestre de 1998, les ventes des entreprises industrielles ont régulièrement baissé¹⁹. Le programme à moyen terme s'appuie sur une forte reprise de l'investissement. Mais les marchés des capitaux nationaux ne sont pas encore de taille à fournir les financements nécessaires, et dans le contexte actuel, il semble difficile d'attirer des montants importants d'investissement étranger direct. Les annonces d'apports de fonds contenues dans le programme à moyen terme sont pourtant assez substantielles (2.5 pour cent du PIB par an jusqu'à l'an 2001) pour ce qui concerne les investissements dans les infrastructures. Et de fait, ce programme a déjà été partiellement mis en œuvre au second semestre de 1997. Mais dans un proche avenir, les avantages de ce programme pourraient être assez limités. Si la Bulgarie réussit à obtenir des taux de croissance aussi élevés, cette croissance viendra probablement du développement de nouvelles entreprises privées ou d'une amélioration substantielle du climat de l'investissement international et national. Or, les conditions d'une telle évolution ne sont pas encore réunies.

Le budget, la politique budgétaire et la dette de l'État : de la crise à l'assainissement

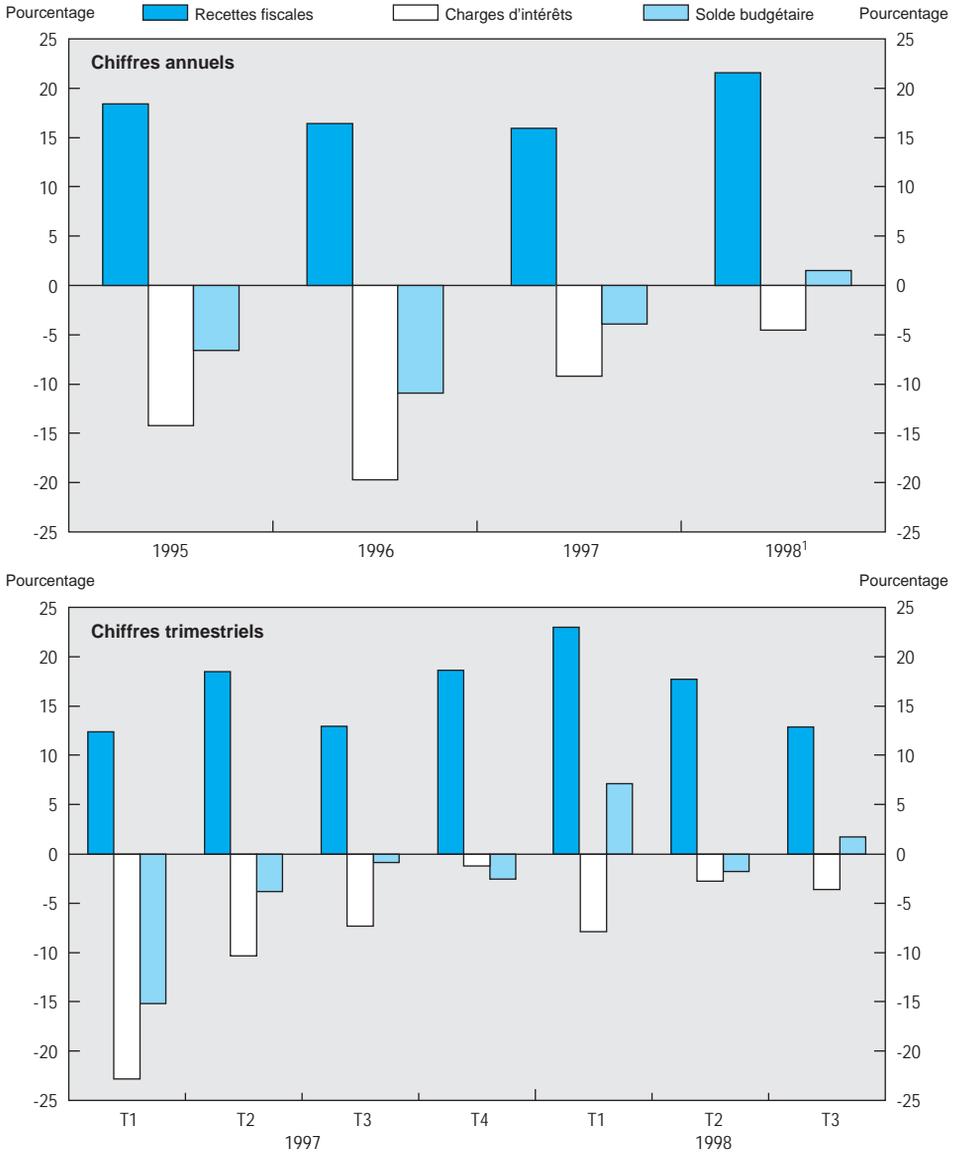
Du fait de l'absence de la caisse de stabilisation de la monnaie, il n'y a pas de politique monétaire active, ce qui fait pression sur le budget de l'État et sur la politique budgétaire. Comme la Banque nationale (Département des émissions) ne peut pas détenir d'actifs intérieurs, les déficits budgétaires ne peuvent être financés que par des emprunts commerciaux, des emprunts extérieurs, ou la vente d'actifs détenus par l'État. Il y a donc un risque de spirale de l'endettement et de hausse des taux d'intérêt qui pourraient rapidement menacer l'ensemble du système macroéconomique. Heureusement, la Bulgarie a réussi à assainir rapidement sa position budgétaire, notamment grâce à des mesures de restructuration d'une partie de la dette intérieure, aux financements extérieurs, et à la mise en place d'un « compte de réserve budgétaire ». Le déficit budgétaire a été ramené à des proportions bien inférieures aux objectifs fixés pour 1997 et l'équilibre a été atteint dès 1998. Le redressement budgétaire auquel est parvenue la Bulgarie malgré l'existence d'une caisse de la monnaie est l'un des succès les plus importants du gouvernement.

La transparence de la politique budgétaire bulgare était mise à mal du fait de l'existence de plusieurs fonds extra-budgétaires avant l'adoption du programme de mars 1997. Il s'agit notamment du Fonds d'État pour la reconstruction et le développement, source de diverses subventions et investissements hors budget. Depuis l'introduction de la caisse de stabilisation de la monnaie, ces fonds extra-budgétaires (à l'exception du Fonds d'assurance sociale, repris sur le budget de l'État) ont été regroupés avec d'autres ressources dans un « compte de réserve budgétaire ». Ce dernier disposait de 1 115 milliards de leva le 1^{er} juillet 1997, de 1 703 milliards en 1997 et d'un montant à peu près identique à la fin de 1998. La majorité des réserves budgétaires du ministère des Finances sont détenues au département monétaire de la Banque nationale. Le nouvel accord de la mi-1998 avec le FMI prévoit l'élimination pure et simple du Fonds d'État pour la reconstruction et le développement, ainsi que celle du Fonds pour les ressources énergétiques et d'un certain nombre d'autres fonds de taille plus modeste, leurs sources de revenus et leurs dépenses devant être clairement incorporées au budget de l'État. Cette décision a été approuvée par le Parlement bulgare.

On voit au graphique 9 et au tableau 9 le passage assez spectaculaire d'un déséquilibre budgétaire sévère et de plus en plus important à la fin de 1996 et au début de 1997 à un rééquilibrage, puis à un excédent dès le premier trimestre de 1998. Le budget consolidé, qui inclut les fonds extra-budgétaires, a affiché un excédent de 0.9 pour cent du PIB en 1998. La forte baisse des dépenses publiques au titre du service de la dette a été tout à fait déterminante pour parvenir à l'équilibre budgétaire, bien que les améliorations de la collecte des

Graphique 9. Recettes fiscales, charges d'intérêts
et budget de l'administration centrale

En pourcentage du PIB



1. Les chiffres pour 1998 sont préliminaires.

Source : Ministère des Finances.

Tableau 9. **Budget consolidé de l'État**
En pourcentage du PIB

	1995	1996	1997	1998 ¹	1992 ²
I. Recettes totales	36.8	34.0	32.9	37.1	35.4
Recettes fiscales	29.1	26.4	28.0	32.3	31.4
Recettes non fiscales	7.5	7.5	4.5	4.8	4.0
Aides	0.1	0.1	0.4	0.2	0.0
Fonds et comptes extrabudgétaires	0.0	0.0	0.0	-0.3	0.0
Recettes des ventes des biens de l'État et des municipalités	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
II. Dépenses totales	43.4	50.6	35.5	36.2	38.1
Salaires et traitement	4.7	3.5	3.6	4.4	4.5
Dépenses sociales	10.6	9.1	8.9	10.5	10.8
<i>dont</i> : pensions	8.0	7.0	6.3	8.0	8.1
Entretien/Exploitation	6.8	5.8	7.9	7.3	8.8
Défense et sécurité	3.6	3.0	3.6	4.0	3.8
Subventions à la production	1.3	6.3	1.1	2.0	1.4
Intérêts	14.1	21.2	8.4	4.2	4.8
Autres	2.3	1.7	2.0	3.8	4.0
Solde	-6.6	-16.6	-2.6	0.9	-2.8

1. Estimations provisoires.

2. Loi budgétaire.

Source : Ministère des Finances.

impôts aient aussi joué un rôle important. Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, la Bulgarie avait des excédents budgétaires primaires de plus de 7 pour cent du PIB depuis 1994. Cette situation s'expliquait par un niveau généralement faible des dépenses sociales et d'autres dépenses non financières en comparaison de la plupart des autres pays en transition. Étant donné les pressions sociales et politiques, on peut se demander si ce faible niveau pourra ou devrait être maintenu. Le fait que la Bulgarie ait déjà réussi autrefois à produire un excédent budgétaire primaire important a permis de rendre plus crédible, du point de vue politique et social, un plan d'équilibre budgétaire global après la réduction de la charge des paiements d'intérêts.

La baisse des taux d'intérêt au niveau national, et l'allongement des échéances de la dette publique ont été d'une importance capitale pour la réduction du déficit. La baisse rapide des taux d'intérêt sur les titres d'emprunt d'État a été à la fois la cause et le résultat du succès de l'assainissement budgétaire. Les frais financiers encourus par l'État en proportion du PIB ont été ramenés de 20 pour cent à la fin de 1996 et au premier trimestre de 1997 à 1.2 pour cent au quatrième trimestre de 1997. Les paiements d'intérêts sont restés voisins de 4 pour cent du PIB en 1998, ce qui s'explique essentiellement par les contraintes

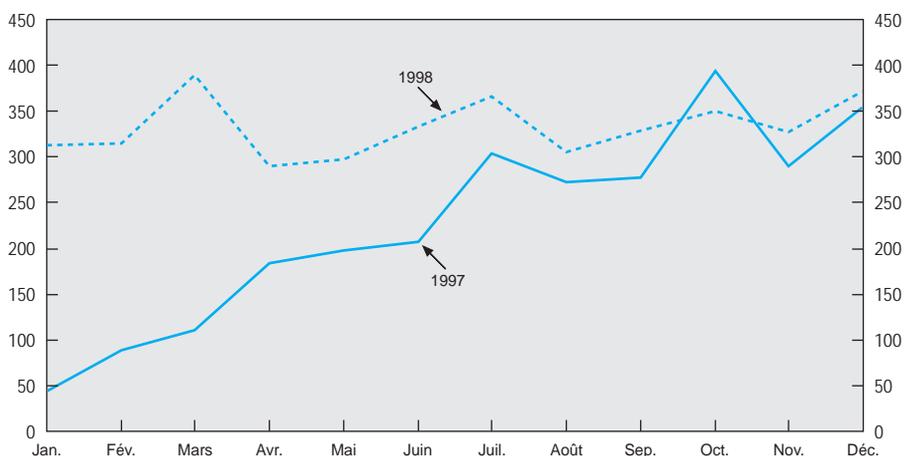
du service de la dette extérieure. La baisse des paiements d'intérêts correspond surtout à la dette intérieure, dont l'échéance est beaucoup plus courte que celle de la dette extérieure (d'un montant plus important). Les échéances des titres d'emprunt d'État ont bénéficié d'une opération effectuée à la mi-1997, qui a consisté à remplacer des créances sur le gouvernement détenues par la Banque nationale à hauteur de 626 milliards de leva, ainsi que des obligations américaines à hauteur de 500 milliards de leva devant servir de nantissement pour assurer le service des intérêts d'obligations Brady arrivant à échéance en 2019, par un crédit direct à long terme sous forme de droits de tirage spéciaux du FMI²⁰.

Les recettes fiscales ont également bien augmenté. Les objectifs des budgets 1997 et 1998 ont été largement dépassés, les recettes fiscales (consolidées) étant passées de 26 pour cent du PIB en 1996 à 28 pour cent en 1997. Elles devraient même atteindre, selon les premières estimations, 32,3 pour cent en 1998. Cette tendance haussière en 1997 et 1998 a été soutenue dans une certaine mesure par la forte rentabilité des entreprises bulgares et des institutions financières dans un contexte d'hyperinflation évoqué plus haut. Le niveau élevé des recettes des impôts sur les bénéfices reflète le fait que les déductions pour amortissement ont été déterminées en leva et n'ont été ajustées pour tenir compte de l'inflation qu'en 1998, date à laquelle elles ont été multipliées par sept. Le programme de la mi-1997 contenait également des mesures visant à durcir la discipline fiscale. Selon les données concrètes, ces mesures ont été efficaces. L'amélioration de la collecte des impôts a été maintenue et renforcée en 1998, en dépit d'une baisse des bénéfices des entreprises.

Le graphique 10 montre les recettes fiscales mensuelles (en termes nominaux) de l'administration centrale en 1997 et 1998. Certains facteurs à l'origine de la hausse des recettes fiscales en 1998 sont apparemment temporaires. Même en tenant compte de l'inflation, la crise du début de l'année 1997 a ramené les recettes fiscales à un niveau inférieur à la « normale ». Plusieurs arriérés d'impôts accumulés en 1997 ont été recouverts en 1998. Il s'agit notamment des recettes de TVA. Le chiffre anormalement élevé des recouvrements d'impôts au mois de mars 1998 est dû à un paiement non récurrent, par les institutions financières, d'impôts sur les bénéfices au titre de l'année 1997, et à certains paiements anticipés d'impôts sur les sociétés. Plusieurs banques qui avaient une grande proportion d'actifs libellés en dollars ont largement profité de l'inflation et de la dépréciation de la monnaie au début de l'année 1997.

Toutefois, la forte impulsion donnée au recouvrement des impôts s'est maintenue même après les mois exceptionnels du premier trimestre de 1998, ce qui peut être imputable à des facteurs plus permanents. L'administration de l'impôt a été renforcée, et des mesures drastiques ont été prises à l'encontre de la fraude fiscale. Les entreprises bulgares étant obligées depuis le début de

Graphique 10. Recettes fiscales mensuelles de l'administration centrale en 1997 et 1998
Millions de leva



Source : BNB.

l'année 1998 d'avoir un chiffre d'affaires minimum pour pouvoir bénéficier du régime de la taxe sur la valeur ajoutée, elles ont été incitées à déclarer leur chiffre d'affaires (plus élevé) afin de pouvoir bénéficier de remboursements. Cette mesure a également beaucoup limité les possibilités d'être assujetti à la TVA. Sept cents entreprises environ se sont enregistrées au titre de la TVA en 1998, soit moins de la moitié du nombre enregistré au titre de l'année 1997²¹. La hausse régulière des recettes de la TVA est le principal facteur de l'amélioration des recettes fiscales en 1998. Les recettes de TVA pour l'administration centrale font état pour 1998, d'après les estimations, d'une augmentation de plus de 75 pour cent en termes nominaux par rapport à 1997, et leur part dans l'ensemble des recettes fiscales est passée de 38 à 45 pour cent. Les recettes au titre de l'impôt sur les bénéfices des entreprises, en revanche, ont été beaucoup plus faibles en 1998 qu'en 1997, en raison de la baisse des bénéfices. Environ 45 pour cent des impôts sur les bénéfices recouverts en 1998 concernaient des impôts exigibles en 1997. Il est difficile de savoir dans quelle mesure cette tendance positive des recettes fiscales peut être maintenue étant donné les difficultés financières apparemment de plus en plus nombreuses dans le secteur industriel de l'économie.

Après les résultats remarquables obtenus en 1998, le budget 1999 est beaucoup plus ambitieux que la loi de finances de 1998. Les recettes devraient rester selon les prévisions au niveau élevé atteint en 1998, et les dépenses augmenter de 24 pour cent. Les autorités prévoient un déficit de 2.78 pour cent du PIB, mais le gouvernement a annoncé à titre officieux son intention de maintenir l'équilibre budgétaire dans la mesure du possible, ou au moins de limiter le déficit à moins de 2 pour cent. Plusieurs amendements à la législation fiscale sont entrés en vigueur en 1999. La taxe sur la valeur ajoutée a été ramenée de 22 à 20 pour cent. Le taux d'imposition marginal le plus élevé sur les bénéfices (bénéfices supérieurs à 50 millions de leva) a été également ramené de 37 à 34.3 pour cent. Le gouvernement a l'intention de compenser la réduction des recettes fiscales découlant de ces mesures par l'élimination de la grande majorité des dispositions fiscales préférentielles spécifiques, notamment celles offertes aux investisseurs étrangers²². Un impôt de sécurité sociale supplémentaire de 6 pour cent sera également perçu pour la création d'un fonds national d'assurance-maladie. Pour les entreprises, des crédits d'impôt au titre de l'investissement de l'ordre de 8 à 10 pour cent sont envisagés. Au vu de ces changements de la législation fiscale, du fait que les recettes en 1998 ont été stimulées par des facteurs temporaires, et des faibles performances de nombreuses entreprises industrielles à court de liquidités, les objectifs budgétaires de 1999 pourraient être difficiles à atteindre.

Malgré les succès obtenus sur le plan de l'assainissement budgétaire et de la restructuration de la dette, la dette publique bulgare reste suffisamment élevée pour constituer un obstacle potentiel à la croissance et à la stabilité économique à moyen et long terme (tableau 10). Après avoir été ramenée de plus de 10 milliards de dollars à 9.59 milliards au cours de l'année 1996, la valeur en dollars de la dette extérieure brute de la Bulgarie a augmenté de façon marginale en 1997 pour s'établir à 9.76 milliards de dollars, soit 96 pour cent du PIB. Elle a augmenté à nouveau pour s'établir à 10.07 milliards de dollars à la fin de novembre 1998, encore que la hausse de la valeur en dollars du PIB ait probablement permis au ratio dette extérieure/PIB de redescendre à près de 85 pour cent. Sur ce total, 9.13 milliards de dollars représentent la dette publique. Grâce à l'aide extérieure et au nouveau programme de trois ans, la dette en devises de la Bulgarie devrait rester à peu près constante dans les prochaines années, alors que le service de la dette sera de plus en plus lourd. Toutefois, la valeur en dollars du PIB devant augmenter, le rapport dette/PIB devrait baisser régulièrement.

La dette intérieure du gouvernement bulgare se compose de bons du Trésor libellés en leva, d'obligations de type ZUNK libellées en leva et en dollars, d'obligations libellées en dollars et en leva émises en 1996 et 1997 au titre de l'assurance des dépôts pour banques en difficulté, et d'autres titres divers. Les obligations de type ZUNK, qui datent de 1993, ont été placées dans

Tableau 10. **Dettes extérieures bulgares**
Millions de dollars US (fin de période)

	1995	1996	1997	1998 ¹	% du PIB à la fin de 1998 ⁴
Dettes extérieures brutes²	10 229	9 596	9 757	10 072	80
A. Dettes à long terme	8 841	8 570	8 561	9 266	73
(dont dette de l'État ou garantie par l'État)	8 500	8 335	8 494	9 133	72
Créanciers officiels	3 085	3 189	3 272	4 051	32
dont :					
Institutions financières internationales	1 627	1 984	2 242	2 781	22
Crédits bilatéraux	1 428	1 205	1 030	1 270	10
Créanciers privés	5 757	5 382	5 289	5 215	41
dont : Obligations Brady	5 005	4 984	4 924	4 946	39
B. Dettes à court terme³	1 388	1 025	1 196	806	6
(dont dette de l'État ou garantie par l'État)	916	684	684	352	3
<i>Pour mémoire : PIB</i>				12 638	

1. Chiffres provisoires.

2. En monnaies convertibles. Les données sont fournies par la Banque nationale bulgare, le ministère des Finances et la Bulbank.

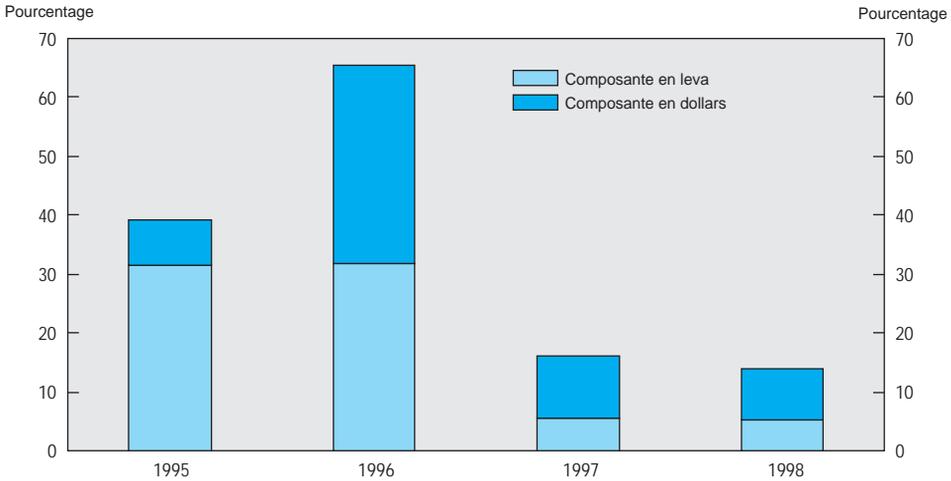
3. Y compris les arriérés de paiements de principal et d'intérêts.

4. Prévision.

Source : Banque nationale bulgare.

les portefeuilles des banques commerciales dans le cadre d'un programme gouvernemental visant à reprendre les prêts commerciaux improductifs émis avant 1991. La très forte baisse de la valeur de la dette intérieure en 1997, qui est passée de 65.3 à 16 pour cent du PIB (voir graphique 11), résulte de plusieurs facteurs. Premièrement, l'inflation galopante au début de l'année 1997 et la préférence accordée aux bons du Trésor à taux fixe à partir de la fin de 1996 et du début de 1997 ont eu pour résultat de « dévaluer » une grande partie de la dette libellée en leva. La dette intérieure libellée en leva est passée de 31.5 à 5.5 pour cent du PIB en 1997. Deuxièmement, le programme sous l'égide du FMI de mars 1997 a remplacé une partie de la dette intérieure par une dette extérieure (les financements du FMI). Troisièmement, l'assainissement budgétaire a permis de diminuer les nouvelles émissions de bons du Trésor. La forte baisse de la composante libellée en dollars de la dette intérieure en proportion du PIB montrée au graphique 11 est due essentiellement à une hausse de la valeur en dollars du PIB. Si l'on ne tient pas compte de cet effet, la valeur de l'encours des obligations de type ZUNK libellées en dollars a également baissé, de 910 millions de dollars en 1996 à 670 millions à la fin de 1998, du fait de la restructuration de la dette et de l'utilisation d'obligations de type ZUNK dans les adjudications de privatisation.

Graphique 11. Dette intérieure bulgare
En pourcentage du PIB



Source : BNB.

Emploi, revenu et niveau de vie : les coûts d'une transition prolongée

Les conditions particulièrement difficiles de la transition économique en Bulgarie se reflètent dans la faiblesse des salaires et du niveau de vie, en comparaison de nombreux autres pays d'Europe centrale et orientale. La charge de la dette publique a également conduit à réduire l'aide sociale à un niveau plutôt faible. La précédente *Étude économique de la Bulgarie* mentionnait, concernant le niveau de vie en Bulgarie, plusieurs tendances préoccupantes par rapport aux autres pays en transition : taux de chômage relativement élevé, durée du chômage plus longue en moyenne, système d'assurance sociale en pleine crise du fait de l'accroissement des demandes et de la baisse des ressources, et augmentation de la pauvreté. La très forte inflation, le durcissement de la politique financière, et le blocage de l'accès aux dépôts bancaires des ménages au cours du deuxième semestre de 1996 et au début de l'année 1997 ont eu une incidence très négative sur le niveau de vie de nombreux ménages bulgares, dont une grande partie vivait déjà à un niveau proche du seuil de pauvreté. En décembre 1996, le salaire moyen en dollars dans le secteur public en Bulgarie était tombé à 56 dollars. Au début de l'année 1997, les pénuries alimentaires ont même donné lieu à des émeutes dans certaines régions. Le mécontentement

général de la population a contribué aux pressions qui se sont exercées sur le Parlement à majorité socialiste pour qu'il donne son accord à l'organisation d'élections anticipées.

Par la suite, les revenus et les salaires se sont légèrement redressés, mais ils sont toujours inférieurs à leurs niveaux de la fin de 1995, avant la crise. Le chômage recensé a légèrement baissé à la mi-1998, même au-delà de l'impact des variations saisonnières, mais il est remonté apparemment au cours des deux derniers mois de 1998. Dans le secteur public, les salaires réels restent, d'après les estimations, inférieurs d'environ 17 pour cent à leur niveau d'avant la crise²³. Comme on le voit au tableau 11, la détérioration du niveau de vie de la population bulgare durant la crise de 1996 et 1997 se reflète dans les indicateurs démographiques, sanitaires, et économiques.

Tableau 11. **Indicateurs sociaux de base**

Fin de période, sauf indication contraire

	1995	1996	1997	1998
Taux de chômage (en % de la population active, définition de l'OIT) ¹	14.7	13.7	15.0	16.0
Taux de chômage déclaré ²	11.0	12.5	13.7	12.2
Salaire moyen (secteur public) (dollars EU) ³	127.4	56.0	107.6	124.6
Part du revenu des ménages dépensée au titre de l'alimentation	46.3	48.2	54.4	–
Indice des salaires réels (secteur public) ³	100.0	70.2	76.5	82.6
Part des salaires dans le revenu	55.1	52.1	53.3	–
Taux de natalité (pour 1 000)	8.6	8.6	7.7	–
Taux de mortalité (pour 1 000)	13.6	14.0	14.7	–
Taux de mortalité infantile (pour 1 000)	14.8	15.6	17.5	–
Cas de cancer enregistrés (pour 1 000)	21.2	22.0	22.5	–

1. Estimations de novembre en 1996, 1997, 1998. Estimations d'octobre en 1995.

2. Source : Office national de l'emploi, ministère du Travail et des Affaires sociales.

3. Estimations de l'OCDE.

Source : Institut statistique national ; Office national de l'emploi, ministère du Travail et des Affaires sociales ; OCDE.

Comme le montre le tableau 11, le chômage reste important selon les enquêtes sur la population active et il s'est même aggravé (16 pour cent) en novembre 1998 par rapport à novembre 1997 (15 pour cent). Pourtant, le taux de chômage avoisinait 12 pour cent en juin 1998, chiffre inférieur à celui de juin 1997. La persistance d'un chômage élevé en Bulgarie est une preuve supplémentaire que la reprise partielle de la production marque le pas depuis le second semestre de 1997, que les restructurations ne sont pas terminées et que les contraintes de liquidité obligent les entreprises à licencier.

La transition économique en Bulgarie continue à se caractériser par des taux très élevés de sortie de la population active recensée. Ce phénomène est interprété de plusieurs manières. La faiblesse des prestations de chômage et les conditions d'obtention de ces prestations ont réduit les incitations des chômeurs à s'inscrire au chômage. La part des chômeurs inscrits depuis plus d'un an dans le total des sans-emploi est passée de 21.5 pour cent à la fin de juin 1997 à 38 pour cent en juin 1998²⁴. D'après les enquêtes sur la population active, la situation est encore plus grave. Plus des deux tiers des chômeurs sont des chômeurs de longue durée²⁵. Comme ils sont en fin de droits, il est naturel qu'un faible pourcentage de ces travailleurs s'inscrivent au chômage. Autre explication, un peu plus optimiste, l'importance de l'économie parallèle en Bulgarie²⁶. Les cotisations de sécurité sociale élevées donnent aux employeurs une forte incitation à ne pas déclarer de nouveaux salariés. Troisième hypothèse, une forte proportion des travailleurs ont en effet quitté la population active ces dernières années; il s'agit notamment de mères de famille et de préretraités. Cette situation est, de l'avis de beaucoup, imputable au système de sécurité sociale qui propose des solutions relativement généreuses de retraite anticipée à plusieurs catégories de salariés.

Étant donné l'importance des restructurations qui restent à réaliser en Bulgarie, le chômage risque de poser de sérieux problèmes au cours des prochaines années. La population souffrira des nouveaux délestages dans les grandes entreprises industrielles non rentables si le secteur privé se révèle incapable d'absorber l'excédent de main-d'œuvre. La Bulgarie possède déjà un grand nombre de programmes d'aide et de formation des travailleurs au chômage, et notamment un Fonds pour la formation professionnelle et la lutte contre le chômage. Mais ces programmes souffrent généralement d'un manque de ressources financières. Le financement sur le budget consolidé des politiques actives et passives du marché du travail n'a représenté que 0.5 pour cent du PIB en 1996 et 0.6 pour cent en 1997. C'est un niveau très faible en comparaison des autres pays d'Europe orientale en transition, à l'exception de la Roumanie²⁷. La Banque mondiale doit prochainement apporter de l'aide dans ce domaine avec un prêt spécial d'ajustement de protection sociale sur deux ans d'un montant de 145.7 millions de deutschemarks.

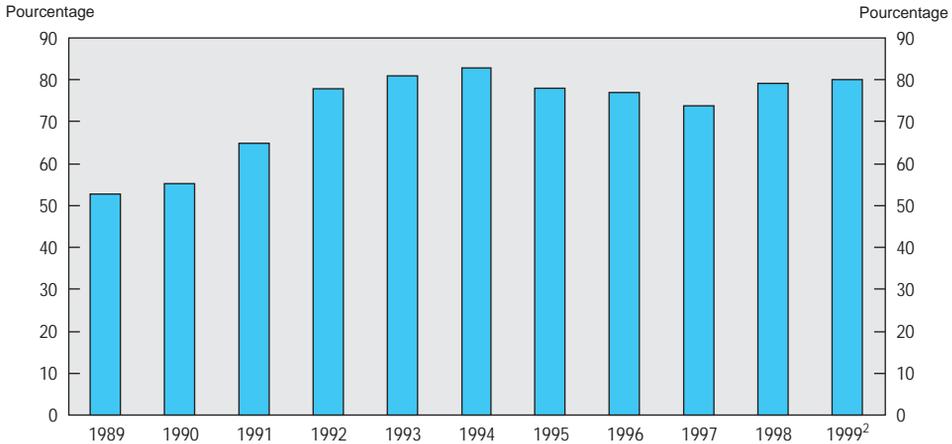
Malgré la reprise économique partielle du deuxième semestre de 1997 et du début de 1998, la baisse des salaires et des revenus pendant la crise économique a eu tendance à renforcer l'image d'une Bulgarie « lanterne rouge » des pays en transition d'Europe orientale. Selon les données tirées de l'enquête sur les ménages, le revenu monétaire moyen mensuel par habitant en 1998 reste inférieur à 50 dollars. Globalement, la moitié de ce revenu correspond à la part des salaires et un quart à la part des pensions de retraite. Comme nous l'avons

souligné plus haut, si les salaires progressent à nouveau sans que cette augmentation repose sur des gains de productivité, la croissance et la stabilité pourraient être menacées.

Constat plus optimiste : les revenus réels des citoyens bulgares sont probablement plus élevés que les statistiques ne l'indiquent. Premièrement, un grand nombre de ménages bulgares sont propriétaires de petits lopins qu'ils cultivent pour subvenir à leurs besoins, ce qui aurait contribué à alléger l'incidence de la crise économique sur les ménages. Ce facteur ne se reflète pas clairement dans les statistiques officielles sur les ménages, qui indiquent que la contribution des lopins privés au revenu des ménages serait passée seulement de 5 à 6 pour cent pendant la crise. Ces chiffres correspondent à peu près à la baisse des revenus provenant d'autres sources et à une production constante (mais modeste) sur les parcelles privées. Cependant, plusieurs spécialistes bulgares estiment que la part des revenus tirés de ces activités par les ménages n'est pas prise en compte dans les statistiques officielles²⁸. En outre, le salaire réel moyen en Bulgarie est à peu près certainement plus élevé que le chiffre de 124.6 dollars indiqué au tableau 11 pour le mois de juin 1998. Le niveau élevé des cotisations de sécurité sociale, comme on l'a indiqué plus haut, incite fortement à sous-estimer les salaires ou à recourir à des formes de rémunération non salariale. C'est la raison principale pour laquelle les salaires officiels dans le secteur privé sont toujours beaucoup plus faibles que les salaires du secteur public. Pour une entreprise privée, il est toujours intéressant de rémunérer au salaire minimum officiel, alors que dans les entreprises publiques les barèmes des salaires sont plus institutionnalisés.

Depuis peu, les systèmes de sécurité sociale et d'assurance-maladie en Bulgarie posent de sérieux problèmes. Il faudrait entreprendre rapidement des réformes difficiles et importantes. Le système des retraites est affecté par le vieillissement de la population et par l'augmentation du taux de dépendance (rapport retraités/cotisants), à un moment où les ressources sont insuffisantes. Le taux de dépendance est passé d'un peu plus de 50 pour cent à près de 80 pour cent ces dernières années (graphique 12). Le budget de l'État a renfloué la caisse de sécurité sociale et le système de retraite, à hauteur de 1.5 pour cent du PIB en 1996 et 1997. Mais dans le cadre du système de retraite par répartition en vigueur à l'heure actuelle, les conditions d'obtention des prestations sont assez libérales selon les normes internationales, ce qui entraîne une érosion des ressources. L'âge normal d'ouverture des droits à l'intégralité des prestations de retraite est de 60 ans pour les hommes et de 55 ans pour les femmes, mais l'âge effectif est inférieur en raison d'exceptions accordées à certaines catégories de travailleurs. Le nombre moyen d'années exigées pour bénéficier de prestations de retraite est inférieur au chiffre officiel de 25 ans en raison d'un accès très large aux retraites anticipées (15 pour cent environ des salariés en bénéficient)²⁹.

Graphique 12. Taux de dépendance dans le régime public de retraite en Bulgarie, 1989-1999¹



1. Nombre de retraités en pourcentage du nombre total de cotisants au régime de pensions.

2. Prévision.

Source : Banque mondiale, Social Challenges of Transition database.

Un projet de réforme du régime de retraite est à l'étude, qui vise à garantir la viabilité du système en créant trois piliers. Il s'agit d'associer la répartition, la capitalisation et les contributions volontaires. Les âges de la retraite seront progressivement relevés, et les conditions d'admission à la retraite anticipée seront durcies. D'après les estimations du programme à moyen terme, le coût de cette transition devrait atteindre près de 1 pour cent du PIB par an, jusqu'en 2001. Autre initiative, redonner vie au système de santé démuné de ressources, dans le but d'inverser la tendance générale à la détérioration des indicateurs de santé et des indicateurs démographiques, dont certains sont présentés au tableau 11. Comme nous l'avons mentionné ci-dessus, un nouvel impôt de sécurité sociale de 6 pour cent va être levé pour créer un Fonds national d'assurance-maladie³⁰.

II. La renaissance des banques commerciales

Après l'effondrement quasi total du secteur financier en 1996 et au début de 1997, des progrès importants ont été accomplis dans la reconstruction des banques commerciales sur de nouvelles bases. Début 1998, la situation du secteur s'était globalement stabilisée, les banques en activité apparaissant dans l'ensemble solvables et suffisamment capitalisées. Depuis 1997, les banques commerciales ont investi principalement dans des actifs relativement sûrs et liquides tels que les fonds d'État, et leur très grande prudence vis-à-vis des prêts au secteur privé traduit un souci nouveau de solvabilité. La contraction récente des marges laisse toutefois penser que les banques bulgares sont sans doute de plus en plus contraintes de prendre davantage de risques dans leurs portefeuilles pour rester rentables. Ce processus devrait se révéler bénéfique en incitant les banques à développer les compétences nécessaires pour une intermédiation financière efficace, mais le faible niveau de développement institutionnel des marchés du crédit en Bulgarie fait craindre des difficultés à l'avenir. Dans ce contexte, étant donné surtout l'absence d'une politique active de refinancement, la régulation et la surveillance des banques commerciales par la BNB continueront de poser des problèmes majeurs. Le gouvernement a décidé la privatisation rapide des banques d'État subsistantes pour promouvoir l'efficacité, la capitalisation et la solvabilité du système bancaire. Mais un certain nombre de problèmes institutionnels et réglementaires importants restent à résoudre pour que la renaissance des banques commerciales en Bulgarie soit une réussite.

Rappel : les banques commerciales et la crise économique de 1996-97

Les activités des banques commerciales ont été au cœur de la crise économique de 1996-97. D'une part, le gouvernement bulgare se servait de ces établissements pour accorder des subventions implicites sous la forme de crédits bonifiés aux entreprises publiques déficitaires. D'autre part, bénéficiant eux-mêmes de refinancements à des conditions favorables, les dirigeants des banques commerciales (sous-capitalisées) ont étendu activement leurs concours,

principalement au nouveau secteur privé et souvent dans un contexte de corruption³¹. Jusqu'en 1996, l'expansion des prêts des banques commerciales bulgares au secteur non financier a atteint un niveau jamais observé dans aucune autre économie européenne en transition³². La légère reprise économique et les progrès de la stabilisation entre le milieu de 1994 et 1996 ont marqué un profond contraste avec la décapitalisation grandissante du secteur bancaire et l'accumulation de créances douteuses. Dans ce contexte, les banques ont continué d'accorder de nouveaux crédits sans se soucier de leur propre insolvabilité³³. Comme indiqué dans l'*Étude économique de la Bulgarie* de 1997, les incitations dans le secteur bancaire sont devenues extrêmement déséquilibrées pour diverses raisons, notamment la faiblesse de la capitalisation, les carences de la réglementation, les pouvoirs exécutifs restreints de la Banque centrale, le laxisme de la politique de refinancement, l'ingérence de l'État dans les politiques de prêt, et la corruption³⁴.

Indépendamment des mesures actives de refinancement prises par la Banque nationale (BNB), de nombreuses émissions spéciales d'obligations publiques ont partiellement recapitalisé les banques en difficulté entre 1991 et 1996. L'opération la plus importante a vu l'État prendre en charge la totalité des créances bancaires improductives émises avant 1991, et placer dans les portefeuilles des banques concernées des obligations de valeur équivalente (« obligations ZUNK »), dont une grande partie étaient libellées en dollars. Comme on l'a vu au premier chapitre, la charge du service de ces obligations a été l'une des causes majeures des graves déséquilibres budgétaires et du gonflement de la dette durant la crise. Les ZUNK libellées en dollars restent des actifs importants dans certaines des plus grandes banques commerciales : à la mi-1998 ces titres représentaient environ 14 pour cent des actifs du bilan consolidé.

La décapitalisation croissante des banques commerciales et l'échec d'un certain nombre de mécanismes de crédit pyramidal ont entamé la confiance de la population à la fin de 1995. Il en a résulté des retraits massifs de fonds dans les banques lorsque la crise de change a éclaté au printemps de 1996. Les autorités ont alors essayé de rétablir la confiance en promettant une assurance intégrale par l'État des dépôts des ménages, mais cette tentative a été contrariée par la crise budgétaire et l'absence de réserves de change pour couvrir les dépôts en devises fortes. Au milieu de 1996, le système bancaire bulgare était en ruines, avec une situation nette fortement négative et une liquidité extrêmement faible, et le gouvernement ne disposait plus d'aucune ressource pour le maintenir à flot.

Modifications des lois et réglementations applicables aux banques commerciales : 1996-98

A la mi-1996, le gouvernement et la BNB ont procédé à une refonte radicale des lois et politiques économiques visant les banques commerciales.

Avant même cette date, l'un et l'autre avaient réalisé d'importants progrès dans l'élaboration de lois bancaires et de réglementations prudentielles de base s'inspirant de l'expérience des autres pays. Malheureusement, beaucoup de ces dispositions n'étaient tout simplement pas appliquées. D'une part, certaines réglementations, trop ambitieuses, ne pouvaient pas raisonnablement être respectées par la très grande majorité des banques. D'autre part, la capitalisation très faible de bon nombre de banques privées impliquait une crainte insuffisante de la défaillance chez les gestionnaires. Enfin, et peut-être surtout, ni la BNB ni aucun autre organe gouvernemental n'avaient de pouvoirs suffisants pour discipliner ou sanctionner les banques en cas d'infraction aux réglementations. Jusqu'au milieu de 1996, la BNB était pratiquement dans l'incapacité de déclencher la mise en faillite ou la liquidation d'un établissement en difficulté. A deux reprises, elle a assuré implicitement le contrôle et la gestion de banques défaillantes, mais à l'époque il ne s'agissait que de prendre en charge l'énorme passif de ces institutions. De plus, jusqu'en 1997, aucun organisme public n'a entamé activement de poursuites contre des dirigeants de banques pour corruption ou activités illégales.

Les modifications apportées depuis 1996 aux lois et réglementations bancaires se sont attaquées à ces problèmes. La loi fondamentale sur les banques a été modifiée en 1996, puis remplacée par une nouvelle loi en juillet 1997. Ces réformes ont élargi considérablement les pouvoirs réglementaires de la BNB³⁵. Une clause adoptée à la mi-1996 a d'abord conféré à la banque centrale le droit de fermer une banque, et lui fait même obligation de révoquer une licence bancaire et d'engager une procédure de faillite lorsqu'un établissement est déclaré insolvable. De nouveaux aménagements adoptés en 1997 ont renforcé et simplifié ce dispositif, le rôle des tribunaux se réduisant pour l'essentiel à vérifier la légalité de la documentation établie par la BNB³⁶. Ni le tribunal ni la banque en cause ne peuvent plus contester activement la décision de la BNB. Si le dossier est correctement établi, le tribunal doit simplement déclarer la banque insolvable (ou en liquidation) et nommer un administrateur chargé des procédures de faillite et de liquidation. La BNB peut également déclarer la mise sous séquestre d'une banque « quasi insolvable »; ses activités sont alors temporairement suspendues et une nouvelle équipe dirigeante est nommée par la BNB. La nouvelle loi ramène de 6 à 3 mois le laps de temps maximum durant lequel une banque en difficulté peut être « sauvée » de cette manière. Enfin, les banques comme les emprunteurs sont clairement responsables et passibles de poursuites pour divers types de prêts indus³⁷. La BNB a immédiatement réagi : entre le milieu de 1996 et le début de 1997, elle a placé 17 banques sous séquestre et engagé des procédures de faillite à leur encontre. Début 1998, les tribunaux ont prononcé la faillite de 15 de ces banques, tandis que les deux autres ont été vendues à des investisseurs extérieurs. Cependant, on le verra plus loin, la liquidation effective de ces établissements s'est révélée un processus long et difficile.

La réglementation et la surveillance prudentielles ont été également renforcées et durcies en 1996 et 1997. Ces mesures visaient non seulement à corriger les déficiences des réglementations bancaires passées, mais elles traduisaient aussi une inquiétude générale devant la vulnérabilité potentielle des banques dans un régime de caisse d'émission. Soumise à une série de conditions, la comptabilité est devenue plus transparente et a fait l'objet de vérifications externes régulières. Le dirigeant d'une banque commerciale doit obtenir une homologation spéciale de la BNB, qui est accordée uniquement aux candidats titulaires d'un diplôme universitaire d'économie ou de droit, dotés de compétences dans le domaine bancaire, et n'ayant pas eu de liens avec une banque défaillante³⁸. Le montant minimum des fonds propres d'une banque commerciale a été porté de 2.2 milliards de leva à 10 milliards de leva (10 millions de deutschemarks) à partir de juin 1998³⁹. Les nouvelles normes de fonds propres établissent des procédures comptables calquées sur celles de l'Union européenne et impliquent des ratios encore plus élevés (portefeuilles d'actifs moins risqués) que la norme de l'UE. La norme globale de fonds propres doit être portée de 8 pour cent à la fin de 1997 à respectivement 10 et 12 pour cent en 1998 et 1999⁴⁰. Les réglementations sur les liquidités et le provisionnement des risques ont été également durcies. Dans chaque banque commerciale, un « organe de gestion des liquidités » doit soumettre des rapports détaillés réguliers à la BNB, tandis qu'une clause de la nouvelle loi sur les banques fait obligation à la BNB de retirer sa licence à toute banque en défaut de paiement pendant plus de 7 jours⁴¹. Les réglementations antérieures visant les prêts de montant élevé et les prêts internes sont maintenues à compter de 1995, tandis que des restrictions supplémentaires visent les prêts de connivence. Conformément à une disposition particulièrement restrictive de la nouvelle loi bancaire, tous les prêts commerciaux doivent être garantis, même si une modification apportée à la fin de 1998 ne rend cette obligation applicable qu'aux « prêts de montant élevé »⁴². Toutefois, la plus importante rupture qualitative avec le passé est probablement le renforcement de la surveillance et l'engagement de faire respecter les réglementations, avec à l'appui la menace de la révocation de la licence et de la liquidation⁴³.

Un coefficient élevé de réserves obligatoires (11 pour cent du total des dépôts) a été maintenu tout au long de la période d'application de la caisse d'émission. Mais avec les modifications du régime spécifique des réserves obligatoires en avril 1998, cette charge a été quelque peu allégée pour les banques commerciales. Auparavant, celles-ci étaient tenues de transférer 11 pour cent du total de leurs dépôts à la BNB, sur une base quotidienne. Le nouveau régime permet aux banques de respecter le taux de réserves obligatoires sur la base des dépôts mensuels moyens, ce qui leur laisse une marge de manœuvre pour déterminer le calendrier exact des flux. Grâce à ce nouveau dispositif, en 1998 les banques commerciales sont parvenues à réduire quelque peu le montant de leurs dépôts de réserves à la BNB par rapport à 1997.

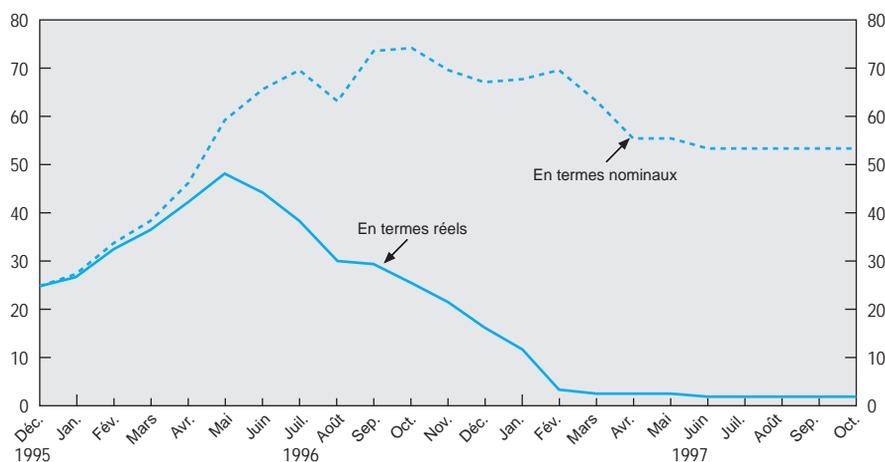
Depuis la mise en place de la caisse d'émission, les banques commerciales ne sont pas tenues de satisfaire à des réglementations sur les positions de change ouvertes pour les actifs libellés dans la monnaie de réserve. Par conséquent, elles peuvent procéder librement à des transferts entre actifs en leva et actifs en deutschemarks. Le régime applicable aux autres monnaies étrangères a été quelque peu assoupli au début de 1998. Le plafond des avoirs pouvant être détenus en une monnaie quelconque a été porté de 10 à 25 pour cent des fonds propres, tandis que le taux réglementaire applicable à la position en devises globale d'une banque est passé de 30 à 60 pour cent. Néanmoins, plusieurs établissements détenteurs d'importants portefeuilles d'obligations ZUNK libellées en dollars dépassent même ces plafonds plus élevés, et se sont vu fixer un calendrier de mise en conformité.

Indépendamment de la Caisse d'épargne de l'État, jusqu'à la fin de 1995 il n'existait pas en Bulgarie de mécanisme formel d'assurance des dépôts. L'adoption à la fin de 1995 d'une loi de portée restreinte dans ce domaine a sans doute contribué à la panique et aux retraits massifs de dépôts dans les banques, car une grande partie de la population croyait probablement jusqu'alors à une garantie implicite intégrale de l'État sur les opérations des banques publiques. Ce n'est qu'au premier semestre de 1997 que le gouvernement a pu honorer l'engagement final pris en 1996 d'assurer les dépôts des ménages à 100 pour cent (50 pour cent pour les personnes morales : entreprises et organisations). En 1998, le gouvernement a adopté une nouvelle loi d'assurance des dépôts plus restreinte qui protège la majorité des dépôts de particuliers et des autres dépôts jusqu'à concurrence de 5 millions de leva (5 000 deutschemarks)⁴⁴. Les banques sont désormais tenues de verser chaque année 0.5 pour cent de leurs dépôts à un fonds central d'assurance des dépôts.

Comme indiqué à l'encadré 1 du premier chapitre, le régime de caisse d'émission exclut pratiquement la possibilité d'un refinancement par la BNB. Pour la plupart des banques, c'est là un changement radical par rapport au passé. De fait, la banque centrale a mis fin à ses précédentes mesures actives de refinancement bien avant la mise en place effective de la caisse d'émission. Le graphique 13 fait apparaître que la mutation qualitative de la politique de refinancement de la BNB a suivi en réalité l'adoption du plan d'action à la mi-1996. Ce plan contenait un certain nombre de dispositions visant à restreindre les flux de ressources de la BNB vers le système bancaire, notamment un engagement explicite de ne pas refinancer plusieurs grands établissements et la suppression des crédits bancaires pour un certain nombre d'entreprises déficitaires (voir au chapitre III). Tandis que le refinancement a continué de croître à un rythme soutenu en termes nominaux et réels au premier semestre de 1996, les montants nominaux se sont stabilisés par la suite et n'ont pas augmenté avec l'inflation. Début 1997, la valeur réelle de l'encours des avances de la BNB aux banques commerciales était tombée à un niveau très bas. En avril 1997, la BNB a

Graphique 13. **Refinancement des banques commerciales par la Banque nationale bulgare**

Milliards de leva



Source : BNB et OCDE.

totallement interrompus les nouveaux refinancements. Ses créances subsistantes sur les banques commerciales sont toutes des prêts impayés accordés avant le milieu de 1997.

Situation et comportement des banques bulgares depuis le milieu de 1997

En février 1998, la Bulgarie comptait 35 banques commerciales en activité, mais 74 pour cent du total des actifs restaient concentrés dans 7 grands établissements, dont cinq demeuraient sous le contrôle de l'État. Les deux autres ont été privatisés. Le gouvernement s'est déclaré résolu à privatiser les cinq autres grandes banques d'ici deux à trois ans, de préférence en faisant appel à des investisseurs étrangers. L'United Bulgarian Bank a été privatisée à la mi-1997, avec des participations d'un tiers pour la BERD et d'un tiers pour un autre investisseur étranger. En 1998, la Post Bank a été cédée à un consortium gréco-américain. L'Express Bank, l'Hebros Bank et la Bulbank doivent être privatisées en 1999. Une sixième banque, la Biochim Commercial Bank, est considérée comme le cas le plus difficile parmi les grandes banques publiques restantes. Le gouvernement a donc nommé une équipe dirigeante externe (étrangère) dans cette banque, en février 1999, de façon qu'elle soit privatisable d'ici deux ans. La

Caisse d'épargne de l'État est actuellement transformée en une banque commerciale ordinaire qui ne bénéficiera plus de garanties publiques complémentaires spéciales sur les dépôts. Après cette transformation étalée sur deux ans, le gouvernement prévoit de privatiser la Caisse d'épargne de l'État. Dix-huit banques petites ou moyennes et neuf banques étrangères représentent respectivement 19 et 7 pour cent du total des fonds propres.

Parmi les sept grands établissements, la Bulbank émerge nettement du lot puisqu'elle représente plus de 30 pour cent du total des actifs. De surcroît, c'est la seule grande banque bulgare qui ait affronté sans grand dommage la tourmente de 1996-97. Elle a obtenu une part importante des obligations ZUNK libellées en dollars. A l'inverse des autres établissements, la Bulbank n'a pas poursuivi une politique active de prêts dans les années de forte expansion du crédit, entre 1993 et 1996, car elle a préféré investir sur le marché des titres.

L'hyperinflation et la dévaluation massive du début de 1997 ont été en fin de compte bénéfiques pour la Bulbank et les autres grandes banques bulgares qui détenaient d'importants portefeuilles de titres ZUNK libellés en dollars. L'inflation a considérablement érodé la valeur des passifs (dépôts) par rapport à la valeur de ces obligations. Cela a réduit sensiblement la nécessité pour la Bulgarie de recapitaliser les banques avant de mettre en place la caisse d'émission. L'accord de privatisation concernant United Bulgarian Bank a représenté la seule injection importante de capital dans le système bancaire en 1997. L'effet de l'inflation est pour beaucoup dans l'amélioration spectaculaire des indicateurs de la solvabilité, de la rentabilité et de la capitalisation en 1997 (voir ci-après).

La crise financière et les retraits massifs de dépôts dans les banques, s'ajoutant à l'arrêt des mesures d'accompagnement de la BNB, ont plus ou moins paralysé les opérations des banques commerciales en Bulgarie entre le milieu de 1996 et le moment où a été mise en place la caisse d'émission à la mi-1997. Depuis, les banques commerciales survivantes ont peu à peu développé leurs activités, mais dans un cadre d'incitations et de contraintes entièrement nouvelles. La population (les déposants) a retrouvé progressivement une certaine confiance dans les banques commerciales, mais elle reste très prudente. Les prêts au secteur non financier sont devenus une composante relativement négligeable des activités des banques, même si le crédit au secteur non financier a légèrement augmenté (6.3 pour cent en termes réels) en 1998. Les banques bulgares détiennent la plupart de leurs actifs sous forme de titres intérieurs et étrangers, et la plupart d'entre elles conservent aussi d'importantes encaisses. Ce changement d'orientation des banques bulgares transparaît au tableau 12.

Avec la dépréciation de la monnaie et la passation par pertes de certaines créances irrécouvrables, la valeur en dollars des actifs des banques bulgares est tombée de 15.4 milliards de dollars des États-Unis à 4.4 milliards à la

Tableau 12. Indicateurs des banques commerciales

	Déc. 1995	Déc. 1996	Juin 1997	Déc 1997	Juin. 1998	Déc. 1998
Nombre de banques commerciales en activité	46	34		36		35
Actifs (milliards de leva)	1 087	3 631	7 634	7 410	7 815	7 685
Actifs (milliards de dollars EU)	15.4	7.5	4.4	4.2	4.0	4.6
Total des actifs	100	100	100	100	100	100
<i>dont :</i>						
Réserves liquides	9.3	8.2	15.0	18.3	16.1	13.4
Titres publics	23.2	18.9	20.1	24.1	25.2	19.9
Créances sur le secteur non financier	42.3	45.8	35.2	22.1	23.3	26.5
Créances sur les institutions financières	12.1	19.3	23.1	28.4	27.8	31.7
en leva	4.9	3.2	0.7	1.3	0.7	1.4
en devises	7.2	16.1	22.3	27.1	27.1	30.3
Total des passifs	100	100	100	100	100	100
<i>dont :</i>						
Capital	6.6	5.1	4.5	4.7	7.7	8.2
Bénéfices	0.5	5.0	-4.2	4.9	1.9	1.5
Ressources attirées du secteur non financier	52.8	39.1	56.6	67.1	64.0	78.5
Ressources attirées des banques et des institutions financières	26.8	31.9	36.7	14.4	12.0	11.3
Niveau total requis de fonds propres	4.6	10.8	11.3	23.4	35.5	36.7
Pourcentage des prêts compromis dans le crédit commercial	48	58		21.2		13.4
Part des prêts « irrécouvrables » dans le crédit commercial	7	11		12.9		9.5

Source : Banque nationale bulgare ; calculs de l'OCDE.

mi-1997. Le crédit des banques commerciales au secteur financier a baissé encore plus rapidement, pour revenir de 42.3 à 26.5 pour cent des actifs bancaires entre 1995 et la fin de 1998⁴⁵. (Cette contraction spectaculaire apparaît aussi au graphique 7 du chapitre précédent.) La valeur réelle des crédits libellés en leva a très fortement diminué avec l'inflation, tandis que les crédits libellés en monnaies étrangères n'ont que légèrement reculé. Les crédits restants en monnaies étrangères correspondent principalement à des prêts octroyés avant le milieu de 1996. A la mi-1998, environ 65 pour cent de l'encours des créances des banques bulgares sur le secteur non financier étaient libellés en monnaies étrangères, mais beaucoup de ces prêts ont été en fait rayés des bilans des banques, qui sont présentés au tableau 12.

Les nouveaux crédits de faible volume accordés depuis le milieu de 1997 peuvent être associés en grande partie soit à des garanties publiques, soit à un certain nombre de prêts solidement garantis accordés aux ménages à partir de la fin de 1997. Les nouveaux prêts avec garanties publiques comprenaient plus de

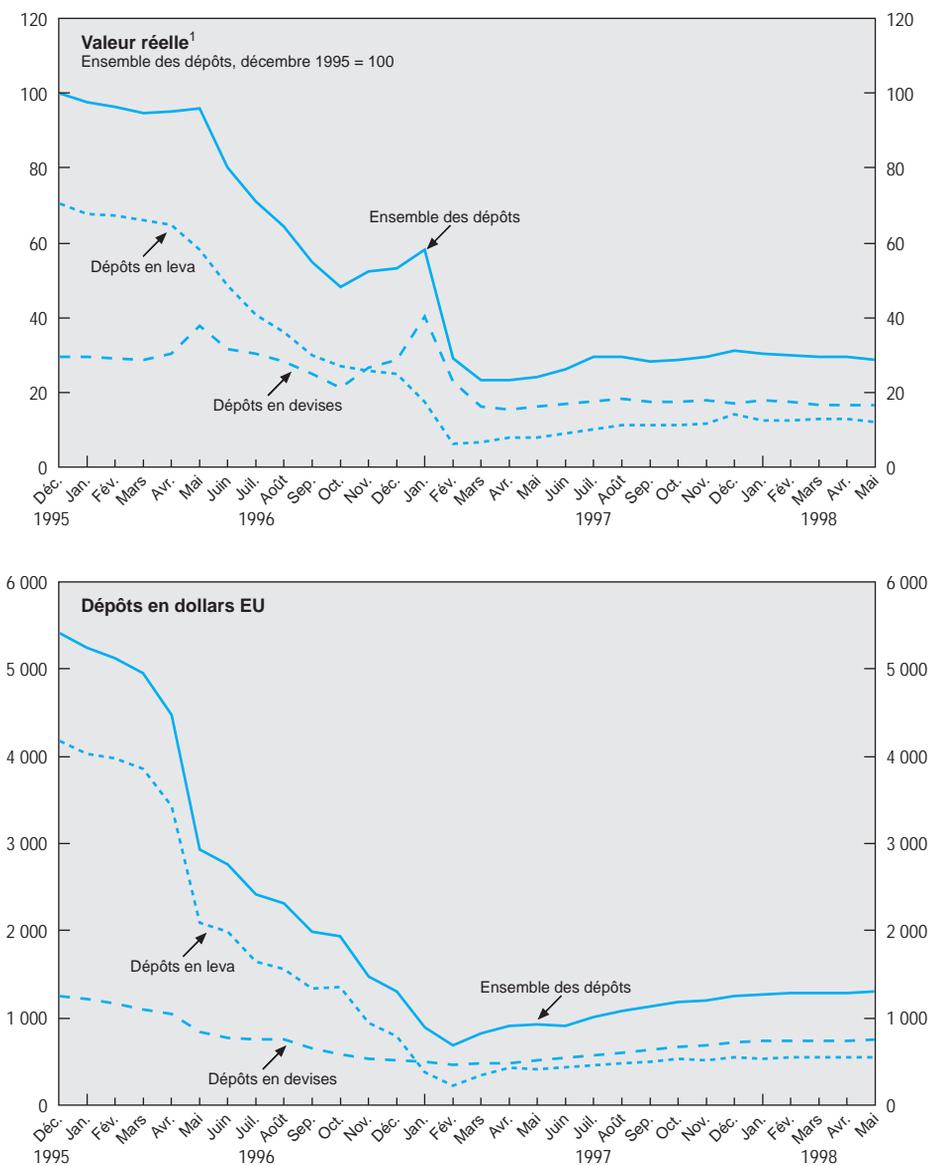
200 milliards de leva de crédits à l'agriculture en 1997 ainsi qu'un prêt de 10 millions de dollars des États-Unis à un chantier naval. Contrairement à la Caisse d'épargne de l'État, les autres banques bulgares ont réduit leurs nouveaux concours au secteur non financier au point qu'ils ne représentent plus qu'une fraction négligeable de leurs activités. Toutefois, ces crédits se sont légèrement redressés vers la fin de 1998, comme l'indique le graphique 7 du premier chapitre.

La part des obligations publiques bulgares dans les actifs des banques commerciales est restée le plus souvent comprise entre 20 et 25 pour cent depuis 1995. Plus de la moitié de ces titres sont des obligations ZUNK libellées en dollars. La plupart des autres fonds d'État sont des bons du Trésor. Comme indiqué au premier chapitre, la surenchère pratiquée par des banques bulgares extrêmement liquides sur une offre restreinte de nouveaux bons du Trésor a été la principale cause du repli des taux d'intérêt de ces titres jusqu'à des niveaux très bas pour une économie en transition comme la Bulgarie (voir le graphique 4 au premier chapitre). Les taux d'intérêt réels (en leva) sont devenus négatifs au second semestre de 1997, même si le taux d'intérêt implicite en deutschemarks est resté un peu plus élevé que celui des bons du Trésor allemand. Étant donné que les banques bulgares peuvent détenir librement des actifs étrangers (à faible risque) libellés en deutschemarks, cet écart de taux d'intérêt est susceptible de persister. Dans le contexte d'un taux d'inflation plus bas que prévu en 1998, les taux d'intérêt réels sur les bons du Trésor et sur les dépôts sont devenus positifs.

Il ressort du tableau 12 que les abondants portefeuilles d'actifs étrangers des banques bulgares consistent principalement en « créances en monnaies étrangères sur des institutions financières ». Ces avoirs atteignaient 32 pour cent des actifs des banques commerciales bulgares à la fin de 1998. Enfin, les réserves de trésorerie sont passées de 9.3 à 13.4 pour cent du total des actifs. Selon les données déclarées, en décembre 1998, 53 pour cent de ces réserves étaient détenues en monnaies étrangères. Le taux élevé de liquidités et le faible niveau de risque auxquels les banques opèrent se traduisent par un volume de fonds propres bien plus que suffisant (au regard des normes prudentielles). Le taux global de fonds propres du secteur bancaire atteignait 36.7 pour cent à la fin de 1998, alors que la réglementation prescrit un minimum de 10 pour cent.

Le graphique 14 retrace l'évolution de la valeur réelle des dépôts bancaires du secteur non financier. Il en ressort que les dépôts en termes réels n'ont connu qu'une croissance très faible par rapport au point bas de mars 1997, ce qui peut refléter une attitude encore prudente du public à l'égard des banques commerciales. Le bas niveau des taux versés sur les dépôts (voir ci-après) peut aussi expliquer ce redressement timide. En dépit de la contraction du total des dépôts, le passif du bilan global (tableau 12) indique une dépendance encore plus marquée, et croissante, des banques à l'égard des ressources (dépôts) du

Graphique 14. Dépôts du secteur non financier dans les banques commerciales



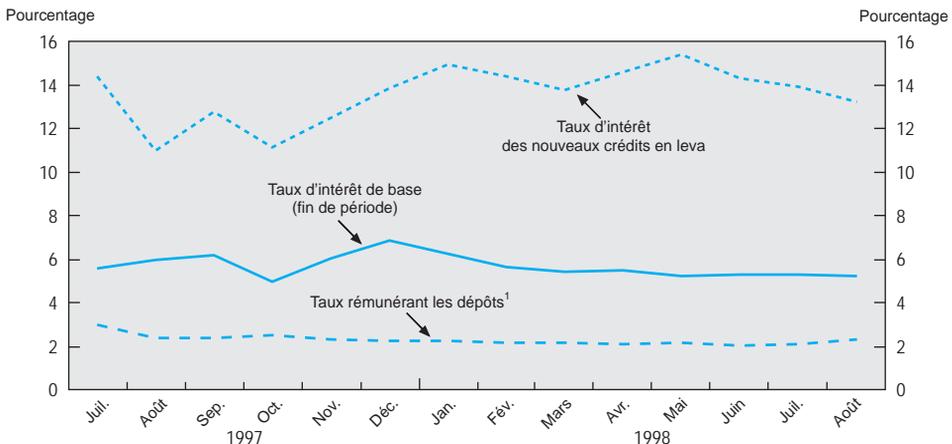
1. Déflatée à l'aide de l'IPC mensuel.
Source : BNB et OCDE.

secteur non financier. Ces ressources atteignaient presque 80 pour cent du passif à la fin de 1998. Cette tendance s'explique pour beaucoup par une réduction des concours des institutions financières, et surtout de la BNB. La majorité (presque 60 pour cent) des dépôts du secteur non financier sont en monnaies étrangères.

Comme on l'a vu plus haut, le niveau exceptionnellement élevé des bénéfices totaux en 1997 reflétait surtout l'effet de l'inflation et de la dépréciation monétaire sur les bilans des banques détentrices d'obligations ZUNK libellées en dollars. Aussi, les bénéfices se sont concentrés dans les sept principales banques en activité énumérées ci-dessus. Chacun de ces établissements a déclaré un bénéfice net en 1997, et le bénéfice brut global de ce groupe de banques a été multiplié par 17.5. A l'inverse, les banques bulgares de taille petite ou moyenne ont fait état de pertes nettes pour 1997⁴⁶. Par conséquent, les résultats de 1997 ne permettent guère de tirer des conclusions sur les perspectives financières à courte échéance.

Plus encourageant est le fait que le secteur bancaire dans son ensemble a réussi, apparemment, à dégager des bénéfices en 1998, encore que les marges soient bien plus réduites. La principale source de gains pour les banques bulgares est l'écart d'intérêt substantiel qui persiste entre la rémunération des dépôts et celle des titres bulgares ou étrangers (à faible risque). Le graphique 15 indique l'évolution de trois taux d'intérêt annualisés depuis le milieu de 1997. Le

Graphique 15. Taux d'intérêt
Taux annualisés moyens



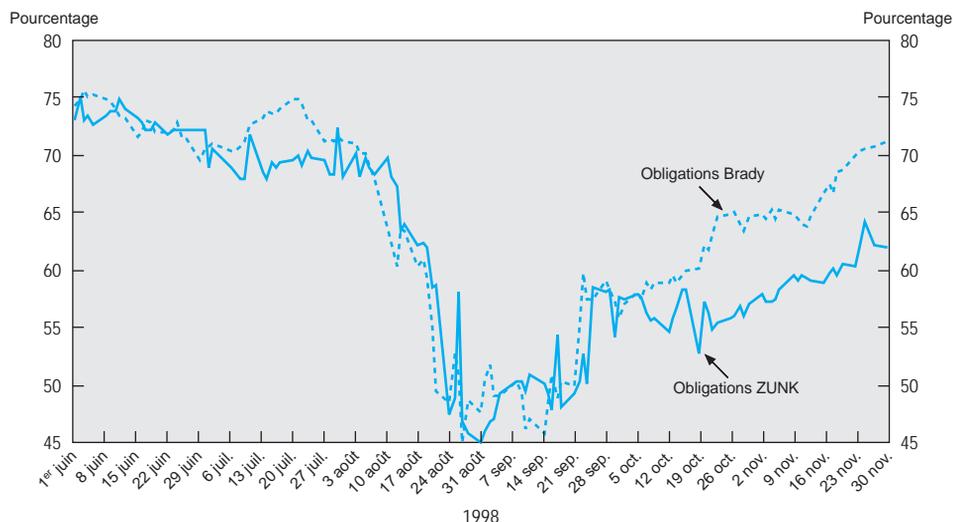
1. Ce taux a été calculé comme étant une moyenne du taux d'intérêt pondéré payé par les banques commerciales bulgares sur les dépôts, les coefficients de pondération correspondant à la part des types particuliers de dépôts dans le bilan consolidé.

Source : BNB et OCDE.

taux le plus bas est proche du taux moyen que les banques bulgares ont versé sur les dépôts. Les différents taux d'intérêt applicables à divers types de dépôts sont pondérés en conséquence. La courbe la plus élevée représente le taux d'intérêt moyen des nouveaux prêts, mais cela n'a qu'une importance limitée puisque les banques bulgares n'octroient guère de nouveaux crédits. La courbe intermédiaire indique le taux d'intérêt de base de la Banque nationale, qui est fixé en fonction du rendement moyen des bons du Trésor bulgare. Étant donné que les nouvelles émissions de bons du Trésor bulgare sont sursouscrites et que les banques bulgares détiennent un montant considérable de titres allemands à rendement plus faible, ce taux d'intérêt est probablement comparable, voire légèrement supérieur, au rendement moyen que la plupart des banques réalisent sur leurs actifs.

La compression des bénéfices des banques bulgares s'est accentuée au second semestre de 1998. Les provisions pour pertes requises après la forte baisse des prix des actifs bulgares consécutive à la crise russe en août ont même sans doute fait plonger temporairement les bénéfices globaux jusqu'à des niveaux négatifs. Cela concerne particulièrement les grandes banques qui détiennent d'importants portefeuilles d'obligations ZUNK. Comme l'indique le graphique 16, la valeur de ces obligations a baissé de près de 40 pour cent entre

Graphique 16. Prix d'offre des obligations Brady¹ et ZUNK



1. Prix d'offre moyen des FLIRB, des IAB et des DISC.
Source : BNB.

juin et septembre 1998. La négociation réussie de l'accord sur trois ans avec le FMI a apparemment restauré un minimum de confiance et revalorisé quelque peu les obligations bulgares vers la fin de 1998, avec des conséquences positives pour les bénéfices des grandes banques.

La reconstruction du secteur des banques commerciales en Bulgarie : enjeux futurs

Tandis que les banques commerciales n'ont pas encore retrouvé leur fonction d'intermédiaires financiers entre l'épargne nationale et l'investissement intérieur, le gouvernement bulgare semble être parvenu à jeter les premières bases de la reconstruction de l'activité de banque commerciale et du secteur financier. La nouvelle politique et le cadre réglementaire renforcé de la BNB ont amélioré considérablement les incitations en faveur des banques commerciales. Les employés de ces établissements assument désormais une responsabilité beaucoup plus grande pour leurs propres risques et leurs décisions, et ils ont ajusté leur comportement en conséquence. Jusqu'ici, la plupart des banques sont parvenues à rester solvables et rentables dans des conditions de liquidité assez élevée et de risque faible. Le gouvernement bulgare apparaît fermement résolu à vendre les banques publiques restantes à des investisseurs étrangers possédant les capitaux et les compétences nécessaires pour accélérer la résurrection de la banque commerciale et du marché du crédit dans le respect de principes rationnels.

Il subsiste cependant un certain nombre de problèmes considérables. Il pourrait s'avérer difficile de vendre les banques publiques restantes à des investisseurs étrangers de bonne réputation en respectant le calendrier ambitieux qui a été annoncé, étant donné la prudence actuelle des investisseurs à l'égard des marchés émergents. Il apparaît que certaines banques sont toujours handicapées par des compétences de gestion insuffisantes et une grande inefficience. Les institutions susceptibles de favoriser la rentabilité des activités d'intermédiation « normales » des banques sont encore largement absentes en Bulgarie. Bien que la procédure de faillite ait été remarquablement simplifiée, les procédures de liquidation elles-mêmes sont toujours marquées par l'incertitude et l'ambiguïté. En outre, la nouvelle politique rigoureuse de la BNB demandera sans doute un certain temps pour être totalement crédible aux yeux de certains établissements.

La BNB a certes amélioré la crédibilité de la surveillance et de la discipline bancaires depuis le milieu de 1997, mais sa détermination pourrait encore être mise à l'épreuve dans un proche avenir. Le 30 juin 1998, lorsque trois banques se sont trouvées en dessous de la nouvelle norme de fonds propres de 10 milliards de leva, la BNB a reporté la date limite de mise en conformité jusqu'à fin août, tout en déclarant qu'il ne serait pas accordé de nouveau délai. Les trois

banques en question ont dû se mettre en conformité avec la norme au cours des deux mois suivants. En janvier 1999, toutefois, la BNB est intervenue rapidement pour révoquer la licence d'une banque en difficulté et engager une procédure de déclaration d'insolvabilité à son encontre, pour la première fois depuis la mise en place du nouveau régime. La rentabilité future de nombreuses banques étant loin d'être assurée, la BNB pourrait bientôt être contrainte de prendre des mesures énergiques pour éviter une érosion de sa crédibilité nouvellement acquise et maintenir l'expansion globalement saine du système bancaire.

Étant donné les problèmes de liquidité actuels de la sphère réelle de l'économie, nombre d'analystes et de responsables gouvernementaux s'inquiètent de ce qu'ils considèrent comme une baisse excessive des prêts des banques commerciales. Un intense débat est en cours en Bulgarie sur le point de savoir comment la réglementation bancaire pourrait être modifiée de manière à atténuer ce problème. Si l'on ne peut exclure l'incidence positive de modifications marginales des réglementations, l'extrême prudence des banques à l'heure actuelle reflète principalement les risques et incertitudes considérables associés à l'octroi de crédits aux entreprises bulgares, et l'absence d'institutions bien développées permettant d'atténuer ces problèmes. La présence d'une caisse d'émission est un autre facteur important qui explique pourquoi les banques bulgares ont besoin de maintenir une liquidité plus importante et un niveau de risque plus faible que ce ne serait le cas autrement. L'extrême rareté du crédit commercial en Bulgarie aujourd'hui n'a guère de quoi surprendre si l'on considère la gravité de la crise récente, la confiance toujours faible de la population dans les institutions financières, et l'expérience des autres pays. Dans les pays en transition et en développement qui s'abstiennent d'administrer les subventions publiques par l'intermédiaire des banques commerciales, la grande majorité des capitaux d'investissement proviennent des bénéfices non distribués, tandis que les banques commerciales ne fournissent généralement que des fonds de roulement à court terme d'un montant limité.

Plusieurs aspects importants du développement et de la réforme du cadre institutionnel en Bulgarie pourraient promouvoir une activité accrue des banques dans la sphère réelle de l'économie, plus particulièrement en ce qui concerne le financement du fonds de roulement. Il s'agit notamment de mesures visant à renforcer la capacité des banques de recouvrer leurs créances et de sanctionner la direction des entreprises en défaut de paiement sur des prêts commerciaux. Les banques commerciales ne disposent à l'heure actuelle que d'un très faible pouvoir de levier sur les entreprises en cas de défaut de paiement, en particulier pour ce qui concerne les possibilités de faire jouer les garanties, de sanctionner ou de congédier l'équipe dirigeante de l'entreprise, ou d'engager des procédures de faillite et de liquidation. Le nouveau programme gouvernemental à moyen terme annoncé au milieu de 1998 renferme des clauses générales sur le renforcement des droits des créanciers privés, même s'il

n'expose pas de mesures spécifiques. A moins que les dirigeants des entreprises ne craignent réellement d'être tenus pour responsables ou licenciés en cas de défaut de paiement sur des créances privées, les banques bulgares éprouveront les plus grandes difficultés pour distinguer les emprunteurs potentiellement responsables des emprunteurs irresponsables. Renforcer les droits des créanciers privés est certainement le moyen le plus efficace de promouvoir une participation plus affirmée et plus saine des banques au financement de l'économie réelle. Les entreprises à la recherche de financements, mais aussi les établissements bancaires, ne peuvent que bénéficier de ces mesures.

Les organismes chargés des faillites et liquidations sont encore très peu développés en Bulgarie, malgré une nouvelle loi sur les faillites potentiellement efficace. Si ces carences fondamentales ne sont pas corrigées, il est fort probable que les banques commerciales bulgares auront une capacité très limitée d'élargir leurs portefeuilles de prêts d'une manière rentable. Indépendamment des entreprises qui ont été inscrites dans les programmes explicites de liquidation et de confinement définis au milieu de 1996 (voir au chapitre III), très peu de grandes entreprises bulgares ont été à ce jour déclarées en faillite ou liquidées. Paradoxalement, le cas des quinze banques qui ont été effectivement mises en faillite illustre de manière éloquente les difficultés qui subsistent dans ce domaine. Aucune de ces banques n'a encore été liquidée. L'État a longtemps pris en charge la plupart des passifs (dépôts) de ces établissements, alors que les banques elles-mêmes détiennent encore des actifs estimés aux alentours de 240 milliards de leva. Pourtant, les créanciers de ces établissements n'ont encore semble-t-il presque rien touché⁴⁷. Le processus de liquidation souffre apparemment de sérieux problèmes d'incitations : ainsi, les liquidateurs nommés peuvent faire traîner la procédure en longueur pour continuer à « travailler » aux dépens de l'État et des créanciers extérieurs. Les banques en liquidation ne sont pas tenues de soumettre régulièrement leur bilan à la BNB comme les autres banques, ce qui a engendré beaucoup de spéculations et d'incertitude concernant les activités des administrateurs judiciaires.

Étant donné les distorsions considérables des pratiques bancaires dans la première moitié des années 90, les banques bulgares ont sans doute pris du retard sur d'autres pays dans l'élaboration des compétences nécessaires pour une politique de prêt efficace. Cela concerne en particulier la collecte et le traitement des informations sur la solvabilité, l'évaluation et le suivi des projets et l'application effective des droits des créanciers en cas de défaut de paiement. Les techniques requises ne peuvent être élaborées qu'au fil du temps. Quant à savoir jusqu'à quel point les banques investiront dans l'acquisition de ces compétences, cela dépend du processus de développement institutionnel examiné ci-dessus ; en effet, le rendement net escompté de l'acquisition de ce savoir-faire doit être supérieur au bénéfice qui pourrait être obtenu autrement par des investissements passifs en titres dépourvus de risque. Là réside un

avantage majeur des cessions à des investisseurs étrangers de bonne réputation déjà dotés de compétences de gestion et d'une expertise bancaire. Mais dans le périlleux contexte actuel, même des sociétés étrangères peuvent éprouver des difficultés pour appliquer leurs compétences à des politiques de prêt actives envers les entreprises bulgares.

La taille assez réduite de la plupart des banques bulgares est également un obstacle à l'expansion du crédit. La réglementation prudentielle applicable aux prêts de montants élevés empêche à elle seule de nombreuses banques d'accorder des crédits commerciaux substantiels à l'industrie. Le regroupement des petites banques pourrait donc largement contribuer à la réactivation des banques commerciales en tant qu'intermédiaires financiers. Les portefeuilles de prêts, par nature risqués, doivent être équilibrés par des actifs « sûrs » tels que les titres publics. Dans une économie comme celle de la Bulgarie, plusieurs facteurs restreignent fortement les avantages potentiels d'une diversification de la politique de crédit. De fait, en raison de l'insuffisance des informations et de l'incertitude entourant les entreprises bulgares, un portefeuille de prêts très diversifié a peu de chances d'être rentable. Il serait donc normal que les banques bulgares commencent à intervenir dans le secteur réel de l'économie par l'intermédiaire de « contrats relationnels » avec un nombre très restreint d'entreprises⁴⁸. Grâce à ces accords, les ressources nécessaires pour la collecte des informations et le suivi peuvent être concentrées efficacement, tandis que des relations mutuellement bénéfiques de longue durée contribuent à maintenir la confiance. Les relations de connivence entre les entreprises et les banques bulgares étaient chose courante dans le passé, mais la principale base de cette corruption était l'accès aux ressources de l'État. Si l'accès privilégié aux ressources ou aux garanties publiques peut être supprimé, des relations étroites entre banques et entreprises peuvent se révéler productives.

Le développement d'institutions dans le marché du crédit contribuerait aussi à atténuer les problèmes épineux du gouvernement d'entreprise et de la prédominance du contrôle par les salariés dans les entreprises bulgares (voir au chapitre III). Le pouvoir des banques commerciales de saisir les tribunaux pour obtenir un changement du personnel de direction dans les entreprises en défaut de paiement constitue un mécanisme de marché naturel pour le remplacement des gestionnaires inefficaces. Ce mécanisme peut se révéler particulièrement utile dès lors que le marché du contrôle des sociétés est encore pratiquement inexistant en Bulgarie⁴⁹. Ainsi qu'on l'a déjà mentionné, un dispositif institutionnel de ce type accroît en outre la capacité des banques de définir des stratégies de prêt potentiellement rentables. Si les dirigeants d'une entreprise à la recherche d'un financement sont conscients qu'ils seraient vraisemblablement démis de leurs fonctions au cas où le service de la dette ne serait pas assuré, l'effectif initial des demandeurs de prêts commerciaux sera de plus grande qualité.

La tendance actuelle à la contraction des bénéfices pourrait contraindre les banques à modifier à court terme leurs stratégies d'investissement. Il est difficile de savoir dans quelle mesure l'écart de taux d'intérêt subsistant permet de maintenir la rentabilité des portefeuilles d'actifs à faible risque, si l'on en croit en particulier les conclusions d'une étude internationale récente selon laquelle les banques commerciales bulgares souffrent généralement « du niveau élevé des coûts et de l'inefficience des activités »⁵⁰. C'est pour cette raison notamment que les banques commerciales bulgares devront sans doute élaborer des politiques de prêt plus actives à brève échéance, accroître leur efficience et investir dans les compétences nécessaires pour devenir des intermédiaires financiers performants.

Ce changement possible du comportement des banques aurait des conséquences positives, mais il faudra surveiller de très près le niveau de risque des portefeuilles bancaires, compte tenu des graves problèmes institutionnels et de capital humain évoqués ci-dessus. Certaines banques pourraient prendre plus de risques qu'elles n'en peuvent gérer, menaçant ainsi le système bancaire de nombreuses faillites. Cela pourrait être le cas en particulier si la concurrence pour les dépôts par le biais des ajustements de taux d'intérêt devenait plus acharnée⁵¹. Ainsi, paradoxalement, un important sujet de préoccupation dans le secteur bancaire bulgare au cours des années à venir se trouverait exactement à l'opposé de ce qui vient d'être dit au sujet de l'aversion excessive pour le risque.

Les questions évoquées ici soulignent l'importance potentielle de la vente prévue des dernières grandes banques publiques à des investisseurs étrangers. Cette stratégie permet de résoudre en partie les problèmes de la sous-capitalisation, de l'inefficience des activités et du faible niveau des compétences bancaires. Mais le calendrier de privatisation très ambitieux qui a été proposé sera sans doute difficile à mettre en œuvre. Les investisseurs étrangers hésitent naturellement à développer des activités de banque et de crédit en Bulgarie dans la conjoncture actuelle. Le nouvel accord sur trois ans conclu avec le FMI, s'ajoutant à une forte détermination apparente du gouvernement bulgare, représente un important élément positif à cet égard. La Bulgarie prend également des mesures pour rendre le processus de privatisation plus attrayant et plus transparent. Le processus de privatisation aurait tout à gagner d'une proposition actuelle tendant à ce que les banques en quête de capital étranger publient régulièrement, et à titre volontaire, des données détaillées sur leurs bilans. Étant donné que ces établissements appartiennent à l'État et font l'objet d'une surveillance régulière par la BNB, il est tout à fait possible d'effectuer une vérification et une diffusion transparentes et efficaces des informations à l'intention des investisseurs étrangers et des analystes internationaux.

III. Privatisation et restructuration dans le secteur des entreprises

Les perspectives de stabilité et de croissance économique à moyen terme en Bulgarie dépendent dans une large mesure du rythme de la restructuration et de la privatisation. Tenant compte de ce fait, les récents programmes gouvernementaux ont accordé une grande importance aux objectifs dans ces domaines. S'agissant de la restructuration, de la privatisation et de la promotion de l'investissement étranger, la Bulgarie a pris du retard sur la plupart des économies en transition pour un certain nombre de raisons, notamment des conditions initiales relativement défavorables, des contraintes budgétaires trop souples et une grande instabilité politique. Avant que n'éclate la crise financière au printemps de 1996, les faillites ou liquidations de grandes entreprises industrielles étaient pratiquement inexistantes, à peine 4 pour cent des actifs de l'État avaient été transférés au secteur privé et l'investissement direct étranger par habitant (en termes cumulés) n'atteignait pas 70 dollars des États-Unis, résultat très inférieur à ceux des autres pays de la région. Le processus de restitution des terres, aux effets très perturbateurs, s'était enlisé alors que moins de 20 pour cent des superficies avaient été rendues à leurs anciens propriétaires. Ces dernières années, le gouvernement est parvenu à réaliser des progrès importants dans tous ces domaines, mais il subsiste beaucoup de difficultés et de défis pour l'avenir. Ce chapitre résume les avancées récentes et s'efforce de cerner certains des grands problèmes à résoudre.

Entreprises industrielles : mesures prises pour réduire les pertes et promouvoir la restructuration

Avant 1996, les entreprises industrielles bulgares bénéficiaient d'un degré d'accès au crédit commercial sans précédent parmi les pays en transition européens (voir au chapitre II). La disponibilité de prêts à des conditions favorables non seulement affaiblissait les incitations à la restructuration mais en outre encourageait diverses formes de recherche de rente qui avaient pour effet de capter des ressources publiques au profit du secteur privé. Ainsi qu'on l'a vu

dans les chapitres précédents, l'accumulation de créances douteuses et la décapitalisation des banques commerciales, qui ont abouti à la crise économique de 1996-97, reflétaient en partie les subventions implicites octroyées pour maintenir à flot des entreprises industrielles déficitaires. L'effondrement du crédit commercial au secteur non financier (chapitre I) a eu un puissant impact immédiat sur les activités de bon nombre d'entreprises bulgares. C'est l'une des premières causes de la chute de la production industrielle et de la montée du chômage en 1996 et 1997.

Un élément clé du « plan d'action » élaboré au milieu de 1996 pour enrayer la crise financière a consisté à créer deux listes d'entreprises, une liste de liquidation et une liste de confinement. La liste de liquidation comptait 64 établissements totalisant environ 29 pour cent des pertes des entreprises publiques en 1995. Ces entreprises devaient faire l'objet d'une fermeture et d'une liquidation immédiates. La liste de confinement comprenait 70 sociétés (72 par la suite) qui représentaient environ 50 pour cent des pertes dans le secteur public en 1995. Ces entreprises étaient privées de nouveaux crédits bancaires et exonérées temporairement du service de leurs dettes existantes. Elles étaient promises à la liquidation, à moins de redevenir rentables et d'éviter de nouveaux arriérés de paiement dans ces conditions. Les programmes de liquidation et de confinement représentaient la première grande initiative prise par le gouvernement bulgare pour s'attaquer au problème des entreprises industrielles déficitaires. Une partie de l'assistance de la Banque mondiale avait pour but d'atténuer les coûts sociaux des liquidations prévues.

Dans la pratique, le processus de fermeture et de liquidation des entreprises inscrites sur la première liste a été plus long que prévu. Au milieu de 1998, toutefois, la totalité des entreprises destinées à la liquidation, hormis huit d'entre elles, avaient été soit fermées soit vendues. Les huit entreprises restantes ont été transférées à la liste de confinement. Les entreprises placées sur la liste de confinement sont soit des producteurs ou des fournisseurs de biens et de services à prix et tarifs contrôlés (groupe A, englobant les industries extractives, les entreprises de chauffage et la compagnie d'électricité NEK, ainsi que la compagnie nationale des chemins de fer et les entreprises de transportes municipal de Sofia), soit des entreprises manufacturières et de transport confrontées à des conditions particulièrement difficiles (groupe B, comprenant Kremikovtzi, Balkan Airlines et Agropolichim) (tableau 13). Une direction spéciale du ministère des Finances, qui coopère directement avec le FMI et la Banque mondiale, est chargée de suivre le redressement financier de ces sociétés. Depuis le milieu de 1996, la seule source de financement externe de ces entreprises est le Fonds d'assainissement, géré par le ministère des Finances dans le cadre du budget de l'État. A la fin de 1998, 22 entreprises du groupe B avaient été soit privatisées, soit liquidées⁵².

Tableau 13. **Résultats financiers des entreprises placées sur la liste de confinement**

En millions de leva, sauf pour l'effectif des salariés

	Revenu total		Dépenses totales		Bénéfices	
	1996	1997	1996	1997	1996	1997
Groupe A – total	251.1	2 611.8	259.2	2 156.6	-2.3	170.5
<i>NEK</i>	144.4	1 528.1	115.4	944.1	16.2	332.3
<i>Chemins de fer nationaux</i>	35.4	346.1	43.8	337.8	-8.4	3.1
<i>Maritza East mine</i>	27.4	238.0	24.3	176.0	1.4	35.4
Groupe B – total	227.0	1 990.6	242.6	2 003.7	-18.8	-34.2
<i>Kremikovtzi</i>	92.9	945.7	91.0	940.2	0.5	2.8
<i>Balkan Airlines</i>	38.2	347.6	53.4	385.5	-15.2	-37.9
<i>Agropolichim</i>	18.5	149.3	18.1	151.0	0.2	-1.7

Source : Ministère des Finances, Unité de suivi.

Une grande partie des entreprises figurant sur la liste de confinement sont parvenues à dégager des bénéfices en 1997 (tableau 13). Ce bon résultat s'explique au moins en partie par des facteurs temporaires spéciaux qui ont dopé la rentabilité de la plupart des entreprises bulgares en 1997. L'hyperinflation au début de l'année a engendré des bénéfices exceptionnels dans de nombreuses entreprises, beaucoup de dépenses ayant été réglées aux prix antérieurs. Plus important peut-être, les déductions d'amortissement n'ont pas été ajustées avant 1998. La rentabilité généralement élevée des entreprises industrielles en 1997 est mise en lumière au tableau 14, qui fait apparaître une hausse notable de la rentabilité observée de toutes les entreprises d'État.

Tableau 14. **Rentabilité des entreprises d'État**

En pourcentage des actifs du bilan

	Rentabilité nette				
	Industrie	Construction	Transports	Commerce	Autres secteurs
1992	-7.87	0.26	0.08	-1.62	0.00
1993	-12.74	-2.17	-6.99	-1.14	-4.96
1994	-4.89	-2.14	-3.28	0.43	5.37
1995	-4.24	-1.14	-5.23	-1.31	1.10
1996	-5.54	-1.18	-5.85	-1.78	-6.71
1997	2.89	0.99	3.43	2.30	2.50

Source : Agence pour l'analyse et les prévisions économiques.

Comme on le verra plus loin, la très grande majorité des entreprises industrielles publiques ont été privatisées en 1997 et 1998 ou doivent l'être prochainement. Néanmoins, le processus de restructuration de l'industrie bulgare n'en est encore qu'à son stade initial. Il est douteux que la rentabilité d'une grande partie des entreprises industrielles d'État existantes puisse être maintenue même dans un proche avenir. De fait, en 1998, près de la moitié des firmes industrielles ont de nouveau fait état de pertes nettes, tandis que les ventes industrielles ont baissé de 6.7 pour cent au cours des trois premiers trimestres de l'année par rapport à la même période de 1997⁵³. Étant donné l'état embryonnaire des marchés du crédit et des actions en Bulgarie, si l'on excepte l'investissement étranger les financements externes pour la restructuration demeureront sans doute très rares. Dans ces conditions, il faut s'attendre encore à une importante vague de fermetures et de liquidations, d'où la nécessité de mettre en place des institutions juridiques, économiques et sociales appropriées pour faciliter ce processus et réduire les coûts sociaux.

Tandis que la Bulgarie possède désormais une législation sur les faillites et un droit commercial qui sont compatibles avec les pratiques internationales, l'application de ces lois s'est avérée complexe⁵⁴. En témoigne le fait que, en dépit de graves problèmes de solvabilité et d'arriérés de paiement, très peu de grandes entreprises industrielles ont été contraintes à la faillite ou à la liquidation par une institution autre que l'État⁵⁵. Au chapitre précédent, on a souligné que l'absence d'institutions permettant à des créanciers privés de faire valoir leurs droits en cas de défaut de paiement est l'un des principaux facteurs qui entravent le développement des marchés du crédit et du gouvernement d'entreprise. La possibilité pour les fournisseurs de saisir les tribunaux pour se faire régler par des entreprises en retard de paiements, sous peine de mise en faillite, est également cruciale pour l'extension du droit contractuel et du processus de restructuration en général.

Les problèmes connexes du gouvernement d'entreprise sont également au cœur du processus de restructuration en Bulgarie. Les marchés du crédit et des actions étant très peu développés, il n'existe toujours pas de mécanismes de marché permettant de sanctionner ou de révoquer les dirigeants inefficaces. Tous les dirigeants actuels sont loin de posséder le talent entrepreneurial et l'esprit d'initiative nécessaires pour une restructuration réussie. Les nombreuses privatisations récentes sous forme de rachats par les cadres et les salariés (RES) ont sans doute consolidé la position des équipes dirigeantes en place. Il est vrai qu'en Bulgarie, les ministères se sont employés énergiquement à remplacer les dirigeants au cours des dernières années, généralement à la suite de changements de gouvernement. Mais le gouvernement est loin d'être une institution efficace pour mener à bien le processus de sélection des dirigeants d'entreprise⁵⁶. Au demeurant, après la privatisation, il n'est plus possible de sanctionner l'équipe dirigeante de cette manière. Le développement d'un

système efficace de gouvernement d'entreprise en Bulgarie dépend de la mise en place d'institutions destinées à consolider les marchés du crédit et des actions, notamment les organismes de marché pour les faillites et liquidations mentionnés ci-dessus et au chapitre II.

La Bourse officielle des valeurs s'est ouverte en octobre 1997. Tandis que des problèmes touchant les institutions et l'information l'empêcheront sans doute de jouer à court terme un rôle important dans le financement des sociétés, le développement de la Bourse présente un grand intérêt potentiel à moyen terme. Il s'agit en particulier des possibilités de concentration des capitaux externes par le biais des marchés secondaires au lendemain de la privatisation de masse⁵⁷. Bien que les transactions en bourse se limitent temporairement aux actions des salariés des entreprises concernées, un certain transfert d'actions des fonds de privatisation (par coupons) aux investisseurs directs et aux investisseurs de portefeuille a sans doute déjà lieu par le biais des contrats à terme. Toutefois, seule une poignée de grandes entreprises se caractérisent par une certaine liquidité. L'aptitude du marché boursier à créer un marché du contrôle des sociétés passe, on l'a vu, par des mesures énergiques destinées à protéger les droits des actionnaires et à accélérer la procédure de faillite et de liquidation.

La déficience des marchés de capitaux en Bulgarie entraîne malheureusement de graves pénuries de liquidités pour la plupart des entreprises industrielles à un moment où la réussite de la restructuration exige des investissements considérables. Les obstacles institutionnels au fonctionnement des marchés de capitaux en Bulgarie impliquent aujourd'hui la défaillance probable d'un certain nombre d'entreprises qui auraient pu s'en sortir dans des conditions plus propices. S'il est vrai que ce problème ne peut être entièrement résolu, les mesures des pouvoirs publics dans plusieurs domaines pourraient être très utiles. Le chapitre II esquisse les orientations qui contribueraient à réactiver progressivement le rôle des banques commerciales dans l'économie. L'initiative actuelle en matière de réforme fiscale tiendrait aussi une place décisive. Elle a pour but de réduire la pression fiscale explicite, d'éliminer de nombreuses exonérations et de promouvoir la stabilité et la transparence des règles existantes (voir au chapitre I).

Privatisation

Le processus de privatisation en Bulgarie comprend une large panoplie de programmes distincts. Deux d'entre eux concernent la restitution des biens urbains et ruraux aux anciens propriétaires ou ayants-droits. Les ventes formelles de biens de l'État sont du ressort de l'Agence publique de privatisation et des ministères techniques. Ces opérations peuvent associer des ventes directes, des échanges de créances contre des participations, des investissements et d'autres

engagements connexes ainsi que des transferts aux salariés. Enfin, une fraction importante des actifs de l'État sont transférés à la population dans le cadre d'un programme de privatisation par coupons, dont la première tranche s'est achevée en 1996. Après des années de retards, presque toutes les formes de privatisation se sont sensiblement accélérées à la fin de 1996 et en 1997. Les résultats de 1998 ont été un peu moins satisfaisants, mais les objectifs pour l'immédiat restent ambitieux.

L'accord de confirmation de 1997 avec le FMI prévoyait la privatisation de toutes les entreprises commerciales et de la moitié des services d'utilité publique avant le milieu de 1999. Une « stratégie d'accélération de la privatisation », adoptée par le nouveau gouvernement en mai 1997, visait à privatiser 38 pour cent de tous les biens de l'État avant la fin de 1998 et de nouveau 15 pour cent en 1999⁵⁸. Ces objectifs étaient fort ambitieux, si l'on considère que, selon les estimations, à peine 20 pour cent des biens de l'État avaient été privatisés sur l'ensemble de la période 1991-97. Sont exclus de la privatisation obligatoire les plus grandes centrales électriques, le réseau de distribution de gaz et d'électricité et un certain nombre d'autres services d'utilité publique. Bien que le gouvernement ait pris un peu de retard sur ces objectifs, son nouveau programme à moyen terme réaffirme une forte détermination à accélérer le processus de privatisation, puisqu'il prévoit d'achever le transfert, d'ici le premier trimestre de 1999, de la moitié du total des actifs publics privatisables, et d'atteindre 70 pour cent d'ici la fin de l'année⁵⁹.

Restitution

La restitution de biens immobiliers urbains, essentiellement des commerces, s'est déroulée assez rapidement dans les premières années de la transition, et a largement contribué à l'émergence de petits points de vente de détail privés dans les villes bulgares. En revanche, le programme de restitution des terres agricoles, également lancé en 1991, a souffert de contretemps et de retards majeurs. Selon des estimations, en septembre 1996 à peine 18 pour cent des terres arables visées par le programme avaient été restituées, et des titres de propriété n'avaient été délivrés que pour 6 pour cent environ des terrains. Les mesures prises au milieu des années 90 ont ajouté à la confusion en incitant les anciens propriétaires à former des coopératives agricoles au lieu de faire valoir leurs droits individuels. L'incertitude sur les droits de propriété, la taille réduite de la plupart des parcelles restituées et l'absence quasi totale de marchés fonciers ont été pour beaucoup dans les résultats particulièrement médiocres de l'agriculture bulgare tout au long de la période de transition.

Le changement de gouvernement intervenu en 1997 s'est révélé décisif pour la réactivation du processus de restitution des terres. A la faveur d'importantes modifications de la loi foncière de 1991, qui ont à la fois renforcé les droits

de propriété et élargi les conditions de réclamation des biens, les opérations de restitution ont repris. A la fin de 1998, 76.6 pour cent des terres arables visées par le programme avaient été apparemment restituées, même si 24 pour cent seulement des propriétaires ont semble-t-il reçu leurs titres de propriété⁶⁰. A partir de 1999, le gouvernement bulgare espère stimuler le marché de la location en supprimant le plafond actuel de 6 000 hectares applicable aux superficies susceptibles d'être louées à un seul individu. Des questions importantes pour le développement d'un véritable marché foncier sont toujours à l'étude, notamment en ce qui concerne la possibilité pour les étrangers d'acheter et de vendre de la terre.

Privatisation directe et privatisation par coupons : lois et programmes récents

Le processus de privatisation est régi par la loi-cadre de 1992 sur la transformation et la privatisation des entreprises d'État et municipales (loi sur la privatisation), encore que ce texte ait été modifié à maintes reprises⁶¹. L'article 3 charge l'Agence de privatisation de mettre en vente les grandes sociétés, les petites entreprises étant confiées aux ministères techniques. Étant donné la multiplicité des méthodes envisagées par la loi et la « stratégie » de privatisation, notamment la possibilité d'un échange de créances contre des participations au capital à l'aide d'obligations Brady (extérieures) ou ZUNK (intérieures), certains pouvoirs sont implicitement délégués à d'autres organismes publics, d'où des problèmes potentiels de coordination⁶². Pour cette raison, la récente « stratégie » a renforcé le rôle de l'Agence de privatisation, qui est chargée de superviser l'ensemble du processus. En vue de remplir ses nouvelles missions, l'Agence va faire largement appel à des consultants étrangers pour les cessions de grandes entreprises. Les opérations peuvent porter aussi bien sur des entreprises individuelles que sur des « lots » regroupant des sociétés relativement attrayantes et d'autres moins intéressantes. Compte tenu des moyens institutionnels limités des ministères techniques, la gestion d'un certain nombre de petites privatisations a été sous-traitée à des consultants bulgares. Le tableau 15 résume les stratégies (méthodes) de privatisation qui sont actuellement mises en œuvre.

Le gouvernement a lancé récemment une méthode nouvelle de privatisation « par lots » à grande échelle qui consiste à sous-traiter à des consultants étrangers la structuration et la négociation des ventes. Ces consultants présentent ensuite à l'Agence de privatisation leurs propositions concernant l'acheteur final. Certains « lots » ne contiennent qu'une seule grande entreprise. Ce programme est financé avec le concours de la Banque mondiale et d'un certain nombre de donateurs étrangers. Dans la première série de contrats (tableau 16) la rémunération des consultants étrangers comprend à la fois un acompte et une commission de bonne fin, tandis que certaines transactions plus récentes prévoient principalement une commission de bonne fin. Les autorités comptent sur l'expérience et

Tableau 15. **Méthodes de privatisation**

Institution responsable	Caractéristiques
Agence de privatisation¹	
<i>Ventes directes et adjudications</i>	Les adjudications, qui ont représenté la majeure partie des ventes de l'Agence de privatisation jusqu'en 1997, semblent devoir perdre beaucoup d'importance.
<i>Consultants et intermédiaires (PATAs)</i>	En 1997, l'Agence de privatisation a engagé des consultants internationaux, financés par des donateurs étrangers (Programme PHARE de l'UE, USAid) et des créanciers institutionnels (Banque mondiale), afin de gérer et d'accélérer les ventes « par lots » d'entreprises d'un même secteur d'activité. Une seconde vague de privatisations par lots a été lancée en 1998-99, les consultants étant rémunérés en fonction de leurs résultats et des consultants nationaux participant à cette opération. Dans ces deux séries de ventes, certains lots comptaient une seule entreprise.
<i>Offres publiques</i>	Offre de participations minoritaires sur le marché boursier.
Ministères techniques¹	
<i>Ventes directes et adjudications</i>	La part des ventes sous forme d'adjudications augmentera sans doute en 1999.
Centre pour la privatisation à grande échelle	Après une première vague lancée en 1996, des coupons ont été émis de nouveau et offerts à tous les Bulgares adultes à la fin de 1998, moyennant paiement d'un modique droit d'enregistrement.

1. L'Agence de privatisation est responsable des entreprises dont les actifs fixes dépassent 1 000 millions de leva ; la privatisation des entreprises plus petites est gérée par les ministères techniques.

l'expertise financière des consultants étrangers pour améliorer la rapidité et la transparence des opérations de privatisation et attirer les investisseurs étrangers. Les privatisations par lots qui ont été sous-traitées à des consultants étrangers concernent 81 entreprises manufacturières et 22 centrales hydrauliques associées à la compagnie nationale d'électricité (NEK). La rémunération des consultants étrangers en cas de réussite est négociée au cas par cas. Les entreprises faisant l'objet d'une privatisation par lots qui ne sont pas cédées dans un laps de temps donné sont mises en liquidation, et les intermédiaires étrangers reçoivent alors une rémunération symbolique négociée.

Indépendamment de la privatisation directe, un programme de privatisation de masse par coupons, calqué essentiellement sur le modèle tchèque, a été lancé en 1996. Moyennant un droit réduit, chaque citoyen pouvait recevoir des coupons d'une valeur « nominale » de 25 000 leva. Seulement 3,2 millions de personnes, soit environ la moitié des bénéficiaires, ont touché leurs coupons. Ce relatif manque d'intérêt était probablement dû en partie à l'impact de la crise financière sur la confiance de la population en 1996. Les coupons n'étaient transférables qu'aux parents proches ou à des fonds d'investissement. Les citoyens

Tableau 16. **Opérations de privatisation sous-traitées à des consultants et intermédiaires**

Secteur	Date (délai de réalisation des opérations)	Financement	Actifs à long terme (pourcentage du total)	Intermédiaire
Première série				
Produits agrochimiques et pétrochimiques	Février 98 (20 mois) ¹	Programme Phare de l'UE	3.60	Arthur Andersen
Transport aérien	Sept. 97 (12 mois)		0.28	TOB Speedwing
Produits chimiques et pétrochimiques	Juillet 97 (12 mois) ²	USAid	0.79	KPMG Barents
Électronique et métallurgie	Nov. 97 (20 mois)	Phare de l'UE	0.71	Ronald Berger
Divers (industries légères, industries minières)	Nov. 97 (20 mois)	Phare de l'UE	1.64	Raiffeisen
Matières plastiques, caoutchouc et fibres	Nov. 97 (20 mois)	Phare de l'UE	0.89	RES
Construction navale	Nov. 97 (20 mois)	Phare de l'UE	0.35	DFC
Aciéries	Nov. 97 (20 mois) ³	Phare de l'UE	5.07	WS Atkins
Télécommunications	Sept. 98 (12 mois)	Banque mondiale	2.32	Morgan Grenfell
Deuxième série				
Balkankar	Sept. 98 (12 mois)	État	1.76	Price Water
Bulgartabak (tabac)	Sept. 98 (12 mois)	État	0.44	En attente
Produits chimiques	Mai 98 (11 mois)	État	0.23	SPA
Inkoms (électronique)	Juin 98 (12 mois)	État	0.27	Nord Impuls
Constructions mécaniques I ⁴	-	État	0.57	En attente
Constructions mécaniques II	Sept. 98 (12 mois)	État	1.27	BRIB
Métallurgie	Mai 98 (10 mois)	État	0.56	Expandia
NEK (électricité)	Juillet 98 (12 mois)	État	0.20	Credit Suisse
Tourisme	Mai 98 (8 mois)	État	0.27	KPMG

1. Une soumission associant des cadres, des salariés et un investisseur financier des États-Unis a été choisie pour l'usine chimique de Svilozha.
2. Pour la première et unique vente par lots conclue à la fin de 1998, une soumission associant des cadres et des salariés a acquis une participation majoritaire dans l'entreprise de détergents Verila. Aucune offre n'a été soumise pour Chimco, l'entreprise de produits chimiques, avant la date limite du 19 novembre 1998.
3. Un potentiel turc procède à des inspections sur place à l'aciérie de Kremikovtzi.
4. En novembre 1998, cinq entreprises ont été retirées de la liste initiale des entreprises faisant l'objet d'une privatisation par lots faute d'intérêt de la part d'intermédiaires potentiels.

Source : Agence de privatisation.

pouvaient décider d'investir leurs coupons soit directement, soit par l'intermédiaire de l'un des 81 nouveaux fonds d'investissement privés. Des participations dans 1 050 entreprises d'État ont été offertes dans une première tranche qui prévoyait trois séries d'enchères distinctes. Tandis qu'un organisme public spécial, le Centre pour la privatisation de masse, était chargé d'émettre les bons et d'organiser les enchères centralisées, l'Agence de privatisation ou les ministères

techniques conservaient la responsabilité de la sélection des entreprises et de l'établissement des notes d'information. Les coupons qui n'étaient pas utilisés lors de la première série d'enchères pouvaient être conservés pour les suivantes.

La loi sur la privatisation a été profondément modifiée en octobre 1997, avril 1998 et août 1998. Premièrement, la valeur comptable minimale qui détermine quelles sociétés doivent être vendues par l'Agence de privatisation a été portée de 70 millions à 350 millions, puis à 1 milliard de leva⁶³. Deuxièmement, l'obligation de procéder à une évaluation préalable des sociétés privatisables a été supprimée, ce qui pourrait abréger le délai moyen de vente. L'évaluation préalable a été toutefois maintenue pour les entreprises vendues de gré à gré ou pour les petites transactions. A la suite d'une modification importante, les salariés d'une entreprise sont autorisés à émettre des coupons jusqu'à concurrence de 10 pour cent du paiement prévu dans le cadre d'un rachat par les cadres et les salariés (RES). Ils peuvent en outre effectuer des versements échelonnés dans des conditions spécifiques : un acompte de 10 pour cent et neuf versements égaux les neuf années suivantes⁶⁴. Enfin, les salariés reçoivent à titre gratuit 10 pour cent des actions de leur entreprise lorsque celle-ci est destinée à la privatisation de masse. Plus récemment, l'évaluation des offres des salariés dans le cas d'un RES a été modifiée de manière à favoriser la concurrence des investisseurs extérieurs. Le prix d'intervention minimum a été aboli lorsqu'il y a plusieurs soumissionnaires dans les enchères secrètes, et les offres dans le cadre d'un RES sont désormais réduites de 10 pour cent pour tenir compte des paiements différés. Le gouvernement a également établi une liste d'entreprises spéciales pour lesquelles un RES est exclu. Parmi les autres modifications de la loi, il convient de citer un relèvement de 7 à 10 pour cent de la part du produit de la vente conservée par l'Agence et les ministères.

Afin d'accélérer la privatisation à l'avenir, le gouvernement entend recourir plus largement aux appels d'offres, en faisant du prix le critère principal. Cette méthode sera appliquée à 2 000 petites et moyennes entreprises placées dans le portefeuille des ministères techniques, et qui représentent 11 pour cent des biens de l'État. Une autre fraction des actifs doit être vendue lors d'enchères publiques, dans lesquelles les obligations d'investissement associées au nouveau programme de privatisation par coupons pourront être utilisées comme moyen de paiement. Cette seconde vague de privatisations par coupons concernera les actions résiduelles des entreprises pour lesquelles la demande des investisseurs stratégiques étrangers et bulgares a été insuffisante⁶⁵. Un dernier programme est axé sur la restructuration et le démantèlement de plusieurs entreprises « importantes sur le plan de l'infrastructure », en préalable à leur privatisation. Ce programme vise notamment la compagnie nationale d'électricité, les compagnies de chauffage urbain, les charbonnages et les réseaux de distribution d'eau et d'assainissement.

Les résultats de la privatisation : 1997-98

Les résultats récents de la privatisation sont encourageants au regard des chiffres passés, même si l'objectif d'une cession de 38 pour cent des actifs publics avant la fin de 1998, avancé dans l'ambitieuse « stratégie d'accélération de la privatisation », n'a pas été atteint. Il semble néanmoins que 30 pour cent des biens de l'État ont été privatisés. Par rapport aux années précédentes, 1997 a été particulièrement fructueuse pour la privatisation comme pour l'investissement direct étranger. L'Agence de privatisation et les ministères techniques ont enregistré des paiements, des prises en charge de passifs par les acquéreurs et des engagements d'investissement pour un total de 1.5 milliard de dollars des États-Unis, montant à peu près égal à la somme cumulée des contrats analogues pour la période 1993-96 (tableau 17). Les paiements directs conclus en 1997 ont atteint 608 millions de dollars des États-Unis, contre 442 millions en 1996. L'accélération des privatisations directes en 1997 a résulté pour une large part de ventes à des investisseurs étrangers (tableau 18). La cession de la mine de cuivre MDK de Pirdop à l'Union minière (Belgique) a engendré à elle seule des paiements et des investissements fermes d'un total de 300 millions de dollars des États-Unis. Bulgarska Roza Svetopolis, qui produit une essence de rose renommée, a été vendue à une société irlandaise, tandis qu'un consortium dirigé par la Banque Nationale de Paris a pris une participation de 33 pour cent dans le complexe touristique d'Albena (mer Noire), premier centre de vacances à être privatisé.

Les résultats annoncés pour 1998 sont encore très satisfaisants. Il apparaît qu'un total de 1 495 entreprises publiques ont fait l'objet d'une privatisation totale ou partielle. Les paiements, les prises en charge de passifs et les engagements d'investissement au titre des contrats se sont élevés à 1 029 millions de dollars des États-Unis, dont 638 millions de paiements directs. Cependant, une fraction importante de cette somme n'a pas encore été versée. Pour les privatisations à grande échelle menées par l'Agence de privatisation, 49 pour cent des paiements dus au titre de contrats en 1998 avaient été reçus en février 1998. Cela s'explique en partie par le fait qu'une proportion élevée des transactions de 1998 (494 sur un total de 1 114 conclues par l'Agence et les ministères techniques) sont des RES, qui donnent lieu normalement à des paiements échelonnés, en vertu d'un régime préférentiel décrit plus haut.

En dépit de divers contretemps juridiques et retards opérationnels, les séries d'enchères associées à la première tranche de privatisations de masse semblent avoir été une réussite. Des actions représentant 14.6 pour cent des actifs fixes de l'État ont été transférées à la population par l'intermédiaire de coupons (tableau 19). Ce total comprend des blocs de contrôle de 67 pour cent dans 666 des 1 050 entreprises destinées à la privatisation de masse⁶⁶. Les

Tableau 17. Résultats de privatisations directes

Type de privatisation	Nombre total d'entreprises appartenant au secteur public en 1993	Privatisation partielle et complète ¹ 1993-1995	1996	1997	1998
Entreprises municipales					
Nombre de ventes à petite échelle	7 500	1 650	2 575	1 014 ⁴	3 81 ⁴
Produits des contrats (en millions de \$EU) ²		78	25	<i>n.d.</i>	<i>n.d.</i>
Entreprises d'État privatisées par :					
Ministères techniques					
Nombre de ventes ¹		420	369	506	935
Produits des contrats (en millions de \$EU) ²		131	41	182	398
Investissements fermes (en millions de \$EU) ³		112	13	225	207
Agence de privatisation					
Nombre de ventes ¹		116	146	84	179
Produits des contrats (en millions de \$EU) ²		356	376	426	240
Investissements fermes (en millions de \$EU) ³		301	158	666	184
Total partiel					
Nombre de ventes ¹	3 500	536	515	590	1 144
dont : à des investisseurs étrangers		17	14	38	39
Produits des contrats (en millions de \$EU) ²		487	417	608	638
dont : à des investisseurs étrangers		196	47	424 ⁵	122
Investissements fermes (en millions de \$EU) ³		413	171	891	391
dont : à des investisseurs étrangers		195	33	629 ⁵	120
Passifs d'entreprises pris en charge (en millions de \$EU)		185	232	36	50
Nombre total d'entreprises	11 000	2 186	3 090	1 604	1 495
Produit total des contrats (en millions de \$EU)		565	442	608	638
Total des investissements fermes (en millions de \$EU)³		413	171	891	391

1. Y compris la privatisation d'entreprises entières et de parties d'entreprises (définies comme étant privatisées si plus de 50 pour cent de leurs actifs ont été transférés au secteur privé) ; les valeurs en dollars EU sont données au taux de change en vigueur lors de l'opération ; les chiffres correspondent aux opérations conclues et non aux paiements effectifs.

2. Indépendamment des paiements directs conclus, ces montants comprennent aussi les obligations Brady et les obligations issues des programmes de restructuration de la dette intérieure (obligations « zunk »), qui ont été échangées contre des actions, ainsi que des dettes d'entreprises privatisées prises en charge par les acquéreurs.

3. Les engagements d'investissements futurs font partie des contrats de privatisation.

4. Les données concernant les opérations de privatisation municipales pour 1997 et 1998 rendent compte uniquement des opérations notifiées à l'Agence de privatisation.

5. Le produit et les investissements indiqués pour les opérations d'investissement étrangers en 1997 représentent ceux de l'Agence de privatisation et les principales transactions des ministères techniques.

Source : Agence de privatisation.

Tableau 18. **Opérations de privatisation les plus importantes depuis 1997**

Investisseur étranger	Entreprise (activité)	Part (pourcentage)	Paiement direct (millions de dollars EU)	Engagement d'investissement (millions de dollars EU)
Solvay	Devnya (usine de soude)	60	160.0	67.0
Union Minière	MDK Pirdop (usine de cuivre)	56	80.0	220.0
Marvex	Devnya (ciment)	70	44.5	209.5
Daewoo	Sofia WTC (services)	70	20.0	5.0
Barek	Drouzba (verre)	51	20.0	30.0
Sudi Ozkan	Novotel Sofia (tourisme)	100	12.0	4.0
BNP	Albena (tourisme)	33	10.1	0.0
White Beam	Orgahim (produits chimiques)	51	8.9	5.0
Thrace	Belovo (papier)	58	6.4	10.7
Helian Commodities	Kambana (transformation alimentaire)	68	5.5	23.0
Electron fund	Bulgarska Rosa (parfums)	68	5.2	25.0
Knaut	Gipsfazer (matériaux de construction)	60	4.6	5.4
Glasiinvest	Stind (verre)	70	4.1	27.3
Kaindl/Cronospan	Bules (transformation du bois)	51	3.2	7.0
Sudi Ozkan	Trimontsium (tourisme)	58	3.2	3.5

Source : Agence de privatisation.

Tableau 19. **Résultats de la privatisation de masse**

Entreprises dans lesquelles toutes les actions offertes en échange de coupons ont été vendues	623
Entreprises dans lesquelles moins de 5 pour cent du total des actions offertes en échange de coupons n'ont pas été vendues ¹	199
Entreprises dans lesquelles 67 pour cent ou plus des actions offertes en échange de coupons ont été vendues	666
Entreprises dans lesquelles 50-67 pour cent ou plus des actions offertes en échange de coupons ont été vendues	81
Entreprises dans lesquelles moins de 50 pour cent des actions offertes en échange de coupons ont été vendues	293
Entreprises dans lesquelles les fonds de privatisation ont acquis 34 pour cent des actions ²	369

- Conformément à la législation en vigueur, ces actions seront distribuées aux actionnaires de l'entreprise respective, au prorata des actions qu'ils ont acquises en échange de coupons.
- Il s'agit du plafond jusqu'où les fonds peuvent aller lorsqu'ils soumissionnent des parts d'une entreprise. Cette participation est suffisante pour bloquer les décisions (comme l'augmentation/la diminution du capital ou la transformation de l'entreprise) qui demandent une majorité de 67 pour cent.

Source : Centre pour la privatisation à grande échelle.

actions résiduelles des entreprises mises en vente lors de la première série de privatisations de masse sont aujourd'hui offertes contre espèces, et peuvent aussi être incluses dans des séries ultérieures d'enchères avec coupons.

Problèmes et enjeux de la privatisation

Pour des raisons politiques aussi bien qu'économiques, la privatisation à grande échelle a posé de gros problèmes aux gouvernements dans presque tous les pays en transition. Le ralentissement en 1998 du rythme de la privatisation directe des grandes entreprises, qui relève de l'Agence de privatisation, peut être associé à un certain nombre de facteurs, qui ne sont pas tous directement liés à des modifications de l'action gouvernementale. Le « programme de privatisation d'urgence » adopté à la fin de 1996 a permis au nouveau gouvernement de conclure au premier semestre de 1997 un certain nombre de transactions importantes pour quelques-unes des entreprises bulgares les plus cotées. Un certain nombre des transactions attendues dans le cadre des contrats de conseil en privatisation en 1998 ne se sont pas concrétisées. Les crises financières dans les marchés émergents ont eu pour corollaire une attitude plus prudente des investisseurs étrangers à l'égard des pays en transition depuis le second semestre de 1997. Mais dans un certain nombre de cas, les carences des procédures de privatisation et de la coordination entre les institutions ont également représenté d'importants obstacles au bon déroulement des opérations.

Dans le domaine des privatisations, la Bulgarie s'efforce aujourd'hui de rattraper le temps perdu sur les autres économies en transition de la région. De ce point de vue, une politique de désengagement qui offre une marge de souplesse dans le choix des méthodes est compréhensible. Mais la multiplicité et la complexité des techniques de privatisation peuvent aussi engendrer des problèmes. La complexité des programmes de privatisation met à l'épreuve la capacité de l'administration publique de faire face aux difficultés de coordination et de mise en œuvre⁶⁷. C'est particulièrement vrai en Bulgarie, où l'administration souffre actuellement d'une pénurie de personnel compétent et d'une centralisation excessive du processus de décision. Ces facteurs sont souvent cités comme une cause des retards et des malentendus qui se produisent lors des opérations de privatisation⁶⁸.

Un problème connexe a trait au rôle que les ministères techniques continuent de jouer dans le processus de privatisation. Comme on l'a souligné dans l'*Étude économique de la Bulgarie* de 1997, les ministères ont été généralement peu incités à privatiser les actifs placés sous leur tutelle. Il apparaît qu'une proportion élevée des privatisations à l'échelon ministériel se font encore de gré à gré et non par des appels d'offres ou des enchères qui pourraient accélérer le processus. En raison de ses moyens administratifs limités, l'Agence a souvent conféré aux ministères techniques des pouvoirs exceptionnels pour conclure des

opérations de privatisation de grandes entreprises qui seraient normalement du ressort de l'Agence elle-même. Les ministères sont également parvenus à accroître la part des entreprises placées sous leur juridiction en créant des holdings. En effet, alors que les ministères techniques doivent rétrocéder à l'Agence de privatisation leurs participations dans des entreprises évaluées à plus de 200 000 dollars des États-Unis, cette règle ne s'applique pas aux holdings. Par ailleurs, les résultats pour 1998 confirment que les ministères, et en particulier le ministère de l'Industrie, jouent depuis peu un rôle plus actif dans le processus de privatisation (voir au tableau 17).

Les conditions spéciales offertes pour les RES ont suscité des plaintes de la part des investisseurs extérieurs, en particulier étrangers. Il a été affirmé que, dans certains cas, des investisseurs financiers peuvent se dissimuler derrière les cadres et les salariés pour profiter des avantages offerts aux RES. Pour un certain nombre d'investisseurs étrangers, la menace potentielle qui pèse ainsi sur un appel d'offres ouvert à la concurrence nuit à la transparence générale et à l'attrait de la privatisation directe en Bulgarie. Étant donné les gains sur le plan du gouvernement d'entreprise et des investissements futurs qui peuvent découler d'une cession à de véritables entrepreneurs extérieurs, on mesure l'importance des efforts déployés à l'heure actuelle pour limiter les avantages spéciaux accordés aux salariés dans le cadre de la privatisation (voir plus haut).

Le niveau d'endettement très élevé de nombreuses entreprises bulgares soulève également des questions dans l'optique de la privatisation. Par exemple, certaines entreprises placées sur la liste de confinement (voir plus haut) ont été transférées à des investisseurs privés pour un « prix » très bas, voire égal à zéro, contre l'obligation pour ces derniers de prendre en charge les dettes exigibles. Mais des problèmes d'incitations peuvent apparaître ici en raison d'un degré limité de responsabilité. Les investisseurs qui n'ont pas eu à engager leurs capitaux personnels ont normalement intérêt à accepter la propriété de ces entreprises, à en démembrer les actifs puis à se déclarer en faillite. Des préoccupations de cet ordre ont été exprimées dans le cas de Plama. Cette grande raffinerie, dont la mise en liquidation en 1996 avait suscité d'intenses controverses, a été finalement cédée à un groupe d'investisseurs qui ont accepté de prendre en charge les dettes énormes de l'entreprise. Depuis lors, la raffinerie est pratiquement à l'arrêt et les salaires n'ont pas été versés depuis le début de 1998⁶⁹. Ce problème de l'endettement élevé des entreprises a sans doute conduit à inclure dans la nouvelle « stratégie » une clause selon laquelle l'État peut décider de prendre en charge les dettes de certaines entreprises avant leur cession, de manière à accroître leur valeur nette et à exiger de l'acquéreur qu'il engage davantage ses propres capitaux.

Si l'appel à des consultants étrangers peut laisser espérer une amélioration de l'efficacité de la privatisation, l'expérience initiale en la matière conduit à se poser un certain nombre de questions. Jusqu'ici, le nombre d'opérations qui

ont été conclues dans le cadre de ce type de contrats reste très faible⁷⁰. Les responsables gouvernementaux ont mis en cause à plusieurs reprises le manque de zèle des consultants étrangers⁷¹. Cependant, nombreuses sont les plaintes au sujet de pressions politiques remettant en cause l'indépendance de jugement des consultants⁷². Dans une affaire qui a connu un grand retentissement, Slované Lodenice, constructeur naval slovaque, a fait appel devant la Cour suprême bulgare de la décision de l'Agence de privatisation de vendre le chantier naval de Rousse à un soumissionnaire rival. En août 1998, lors de la première décision prise dans le cadre du programme PATA de l'UE, le consultant avait exprimé sa préférence pour l'offre slovaque, décision que l'Agence avait ensuite refusée⁷³. Dans la seconde série de contrats avec des consultants étrangers qui se déroule à l'heure actuelle, les structures d'incitation et de rémunération proposées suscitent des préoccupations. Le gouvernement a proposé de rémunérer les consultants uniquement en fonction de la réussite des opérations. Certes, cette démarche pourrait être efficace pour les sociétés de premier ordre, mais les conseillers responsables de « lots » d'entreprises seraient alors incités à s'occuper uniquement des produits manifestement vendables et à laisser les autres en attente. Quant aux entreprises les moins intéressantes, le dispositif prévu risque de ne pas attirer de services de conseil de bonne réputation.

Investissement direct étranger

Comme on l'a souligné au premier chapitre, l'investissement étranger revêt une importance critique pour la Bulgarie, non seulement en raison de l'impact direct des capitaux étrangers et des pratiques des entreprises étrangères sur la restructuration et sur le changement institutionnel, mais aussi parce qu'il permet d'atténuer la contrainte extérieure et d'assurer ainsi la stabilité et la croissance économiques à moyen terme. Étant donné que la privatisation est l'un des principaux circuits d'entrée de l'investissement direct étranger, l'analyse développée au chapitre précédent a déjà traité un certain nombre d'évolutions et de problèmes importants dans ce domaine. Attirer l'investissement direct étranger s'avère toujours aussi difficile. Les progrès de la stabilisation et la ferme détermination du gouvernement actuel ont rendu la Bulgarie plus attrayante pour les investisseurs étrangers, mais la récente tourmente sur les marchés financiers internationaux a produit un effet contraire. S'agissant du cadre juridique offert aux investisseurs étrangers, le gouvernement bulgare a changé récemment son fusil d'épaule : les régimes fiscaux préférentiels et les autres dispositions favorables aux étrangers ont été délaissés au profit d'un environnement équitable et stable aussi bien pour les investisseurs nationaux que pour les investisseurs étrangers⁷⁴. D'éventuelles dispositions qui permettraient certaines exemptions pour des importations de biens d'équipement en quantités importantes sont toujours à l'étude au gouvernement⁷⁵.

Selon les chiffres de l'Agence de l'investissement étranger, l'investissement direct étranger cumulé, qui englobe à la fois les entrées et les réinvestissements par des entreprises à participation étrangère majoritaire, a atteint 1 881 millions de dollars des États-Unis pour la période 1992-98 (tableau 20). Sur ce total, un peu plus de 50 millions de dollars représentent des investissements de portefeuille, comptabilisés comme IDE lorsque la prise de participation excède 10 pour cent du capital-actions d'une entreprise. L'Allemagne a fourni un tiers de tous les investissements étrangers (315 millions de dollars); elle est suivie par la Belgique (282 millions de dollars). La société belge Solvay vient en tête des investisseurs étrangers avec l'achat de l'usine de soude de Sodi, dans le nord-est de la Bulgarie (la deuxième d'Europe)⁷⁶. L'industrie a attiré près de la moitié de l'IDE total; viennent ensuite le commerce (17 pour cent), les services financiers et le tourisme. L'investissement étranger dans l'agriculture atteint à peine 6 millions de dollars des États-Unis. Bien que la dotation en capital humain

Tableau 20. Investissement direct étranger en Bulgarie¹

	Jusqu'à la fin de 1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998 ²
Nombre de contrats	69	604	2 276	1 932	3 308	1 889	332
Nombre cumulé	69	673	2 949	4 881	8 189	10 078	10 410
Volume annuel (millions de \$EU)	34.4	102.4	210.9	162.6	256.4	636.2	477.9
Variation par rapport à l'année précédente (en %)	..	198	106	-33	57	148	..
Volume annuel par voie de privatisation (millions de \$EU)	34.4	22	134.2	26	76.4	421.4	167.7
Pourcentage du volume total	100	22	64	16	30	66	35
Variation par rapport à l'année précédente (%)	..	-78	190	-75	88	120	..
Volume cumulé (millions de \$EU)	34.4	136.8	347.6	510.2	766.6	1 402.8	1 880.7
Indice, 1992 = 100	100	398	1 010	1 483	2 228	4 078	5 467
Taille moyenne par projet (milliers de \$EU)							
Par an	498.6	169.5	92.7	84.2	77.5	336.8	1 439.4
Cumulé	498.6	203.3	117.9	104.5	93.6	139.2	180.6

1. Ces chiffres correspondent à la valeur des capitaux effectivement transférés et enregistrés auprès des tribunaux, plus les investissements effectués à l'aide des bénéfices non distribués d'entreprises étrangères, plus (pour 1997 et 1998) les entrées d'investissements directs étrangers (plus de 10 pour cent des actions d'une entreprise) et d'investissements de portefeuille passant par le marché de capitaux. Ces derniers ont représenté 22.7 millions de dollars EU en 1997 et 13.5 millions de dollars EU au premier semestre de 1998. Du fait de la révision des chiffres de l'investissement étranger, il y a quelques différences entre ce tableau et le tableau 34 de l'*Étude économique de la Bulgarie* réalisée par l'OCDE en 1997.
2. Préliminaires.

Source : Agence pour l'investissement étranger.

de la Bulgarie soit souvent considérée comme une source possible d'avantages comparatifs pour le pays, il y a eu jusqu'ici très peu de projets entièrement nouveaux. Au sein du CAEM, la Bulgarie s'était spécialisée dans les dispositifs d'enregistrement sur disque, la micro-électronique et les systèmes électroniques pour l'industrie de la défense, mais le secteur de la haute technologie n'a guère suscité d'intérêt jusqu'ici⁷⁷.

La Banque européenne pour la reconstruction et le développement (BERD) est un important investisseur, qui a mis en place plusieurs fonds destinés à la Bulgarie. Le Fonds de la mer Noire a été créé en août 1998 avec la Société financière internationale (SFI, membre du groupe de la Banque mondiale) pour fournir des financements par émissions d'actions et de titres participatifs à des entreprises de la région de la mer Noire au cours des dix prochaines années⁷⁸. Il prévoit d'investir au moins la moitié de ses ressources engagées (qui atteignent 62 millions de dollars des États-Unis) dans des projets en Bulgarie. Le Fonds de la mer Noire considère que l'industrie alimentaire, les textiles, l'habillement, les nouvelles technologies, les matériaux de construction et les matériaux d'emballage représentent les secteurs d'investissement les plus prometteurs en Bulgarie. Il prévoit de participer à des rachats d'entreprises par leurs cadres et de partager les risques avec des investisseurs étrangers fiables dans le cadre d'opérations de privatisation. L'Euromerchant Balkan Fund, autre fonds mis sur pied par la BERD et la SFI en 1994 pour fournir des investissements à la région des Balkans, a jusqu'ici financé entièrement six projets en Bulgarie : couture et textile, chaîne de restaurants Goody's, emballages de verre, encadrements de fenêtre en aluminium et plats préparés Chipita.

Le gouvernement comptait attirer 1.2 milliard de dollars d'investissements en 1998, soit à peu près autant que les flux cumulés sur la période 1992-97. Cette prévision optimiste reposait sur la vente attendue d'un certain nombre de grandes entreprises d'État, principalement la Compagnie bulgare de télécommunications (CBT). L'IDE (entrées et réinvestissements) comptabilisé par l'Agence de l'investissement étranger en 1998 s'est élevé à 478 millions de dollars des États-Unis, contre 636 millions en 1997. Si l'on considère les entrées effectives d'IDE enregistrées dans la balance des paiements, l'écart est encore plus frappant : 161 millions de dollars pour les dix premiers mois de 1998, contre 473 millions pour la période correspondante de 1997⁷⁹. S'agissant de l'investissement étranger cumulé *par personne*, la Bulgarie est encore à la traîne de la plupart des économies en transition, même si elle soutient désormais avantageusement la comparaison avec la Russie et si elle se situe à peu près au même niveau que l'Albanie et la Roumanie (tableau 21). La lourdeur de l'administration et de la bureaucratie, les incertitudes politiques liées à de fréquents changements de gouvernement, l'opacité des relations entre les entreprises et l'État, les modifications quasi incessantes du cadre juridique et réglementaire, le régime douanier et la concurrence néfaste de la contrebande sont des obstacles à l'investissement étranger fréquemment mentionnés⁸⁰.

Tableau 21. **Investissement direct étranger dans les économies en transition**
Dollars EU par habitant

	1992 ¹	1997 ²	Volume cumulé 1989-97 ²
Pays du Visegrad			
République tchèque	151	124	823
Hongrie	497	207	1 667
Pologne	37	79	321
République slovaque	44	9	227
Pays du sud-est de l'Europe			
Albanie	51	13	148
Bulgarie	18	60	147
Croatie	128	41	297
Roumanie	24	54	149
Slovénie	522	161	639
États baltes			
Estonie	156	88	695
Lettonie	78	139	543
Lituanie	20	59	344
Communauté d'États indépendants			
Russie	19	25	63
Ukraine	3	12	53

1. OCDE (1997), *Étude économique de la Bulgarie*, p. 126, sur la base des données du ministère fédéral autrichien des Affaires économiques (investissement étranger) et du Rapport de la Banque mondiale sur le développement (population).

2. Estimations.

Source : BERD (1998), *Transition Report*.

La compétitivité internationale du secteur des entreprises

Il est difficile d'évaluer la performance globale des entreprises dans une économie en transition. Les progrès de la restructuration peuvent engendrer une baisse temporaire de la production et même une perte d'efficacité, tandis que les investissements supplémentaires et les nouvelles technologies demandent généralement du temps pour produire des effets bénéfiques. De surcroît, les profils de spécialisation commerciale font apparaître un degré élevé de dépendance à l'égard des sentiers existants. Il est très difficile pour un pays quelconque de modifier sa position dans la division internationale des flux commerciaux quelques années à peine après le lancement de réformes. Néanmoins, dans le cas de la Bulgarie, il est clair que la lenteur du processus de création d'incitations favorables à la restructuration des entreprises et à l'efficacité économique a eu

de lourdes répercussions. La part réduite des produits manufacturés dans les exportations bulgares n'est que l'un des indices reflétant la lenteur de la restructuration.

Les vestiges de l'économie planifiée sont encore visibles dans la structure du commerce extérieur de la Bulgarie. Le profil des échanges s'est profondément modifié avec l'effondrement du CAEM, au détriment des exportations de produits électroniques et d'autres biens manufacturés, mais les schémas de spécialisation n'ont guère varié au cours des années suivantes. Les industries traditionnelles et les industries à forte intensité de ressources continuent d'assurer la plus grande partie des exportations.

Le tableau 22 indique les avantages et désavantages comparatifs révélés de la Bulgarie, au niveau à deux chiffres de la classification CTCI. Cet indicateur se fonde sur l'observation des flux nets d'exportations (exportations moins importations) pour chaque produit, normalisés en fonction de leur poids dans le total des échanges. La Bulgarie reste spécialisée dans certains produits à forte intensité de travail (vêtements, chaussures), conséquence naturelle de l'abondance de main-d'œuvre à bon marché, et dans des industries capitalistiques (métaux non ferreux, fer et acier, engrais), qui étaient prioritaires dans le régime de planification⁸¹. En 1997, deux secteurs (métaux non ferreux et sidérurgie) présentaient l'avantage comparatif révélé le plus élevé et assuraient à eux seuls un cinquième des ventes du pays à l'étranger. Côté importations, les produits énergétiques (pétrole, gaz et charbon) tenaient une place prédominante. Les modifications survenues depuis le début des années 90 indiquent aussi une dégradation possible de la compétitivité de l'agriculture bulgare. Parmi les secteurs affichant un avantage comparatif révélé positif, l'industrie du tabac a dû faire face à l'évolution des préférences des consommateurs dans les anciens marchés du CAEM.

Ce profil du commerce extérieur n'est pas en soi atypique pour une petite économie ouverte. A titre d'exemple, la concentration des exportations en Bulgarie est généralement plus forte qu'au Danemark, mais plus réduite qu'au Portugal, s'agissant des pays de l'OCDE à bas revenu, ainsi qu'en Roumanie et en République slovaque, s'agissant des économies en transition⁸². Toutefois, si l'on considère la dynamique de l'intensité de technologie, la Bulgarie semble prendre du retard sur les autres pays en transition. Sur la base d'analyses du dosage des facteurs et de la technologie utilisée, les désavantages comparatifs révélés dans les catégories d'activités les plus évoluées ont augmenté. De surcroît, si la Bulgarie a enregistré en 1998 un faible désavantage comparatif dans les fournitures spécialisées (machines industrielles) et les produits à contenu scientifique, dans les deux cas c'est le seul pays qui a accusé une détérioration au cours des années 90⁸³.

Tableau 22. **Avantages et désavantages comparatifs révélés de la Bulgarie**

de la	Principaux avantages comparatifs	1992	¹ 1995	1997	Part les	Part dans les ¹	Code de la CTCI	Principaux désavantages comparatifs	1992	ACR ¹ 1995	1997	Part dans les expor- tations	Part cumulée dans les expor- tations ²	Code CTCI
68	Métaux non ferreux	4.6	4.7	7.5	9.1	9.1	33	Pétrole, produits pétroliers et matières connexes	-19.6	-11.2	-11.4	16.8	16.8	
67	Sidérurgie	4.0	7.8	7.4	10.3	19.4	34	Gaz, naturel et artificiel	-6.3	-8.4	-9.9	9.9	26.7	
84	Articles d'habillement	3.4	3.3	5.1	7.0	26.4	32	Charbon, coke et briquettes	-2.7	-1.5	-3.8	3.8	30.5	
56	Engrais	3.1	4.5	3.4	3.5	29.9	65	Fil textile, tissus et produits connexes	-0.8	-2.1	-3.6	7.1	37.6	
11	Boissons	1.9	3.2	2.7	2.9	32.8	72	Machines spécialisées pour certaines industries	-2.3	-1.8	-3.0	3.7	41.3	
12	Tabac et industrie du tabac	6.3	5.2	2.7	3.3	36.2	28	Minerais métallifères et déchets métalliques	0.4	-1.4	-1.9	3.4	44.7	
51	Produits chimiques organiques	0.0	0.7	1.7	3.6	39.7	78	Véhicules routiers	-5.9	-3.7	-1.8	2.3	47.0	
66	Produits minéraux non métalliques	1.2	1.2	1.6	2.8	42.5	04	Céréales et préparations à base de céréales	2.2	2.8	-1.5	2.0	49.0	
85	Chaussures	0.7	1.0	1.4	2.5	45.0	06	Sucre, préparations à base de sucre et miel	-1.8	-1.4	-1.5	2.1	51.1	
05	Légumes et fruits	2.4	1.4	1.4	2.2	47.2	59	Substances et produits chimiques	-1.0	-1.2	-1.2	1.6	52.6	
79	Autres matériels de transport	0.4	1.2	1.3	1.7	48.9	64	Papier, carton et articles en papier et en carton	-1.0	-1.9	-1.1	2.0	54.6	
55	Huiles essentiels et parfums ; produits d'hygiène et de nettoyage	-0.2	0.6	1.1	2.0	50.9	26	Fibres textiles (à l'exclusion des bobines de laine) et laine peignée et déchets de laine	-1.1	-1.4	-1.1	2.0	56.6	
54	Produits médicaux et pharmaceutiques	0.5	0.3	0.9	2.8	53.7	75	Machines de bureau et machines automatiques de traitement de données	-1.0	-1.6	-1.0	1.4	58.0	
57	Matières plastiques sous forme primaire	0.1	0.6	0.8	1.8	55.6	87	Instruments et appareils professionnels, scientifiques et de commande	-0.8	-1.0	-0.9	1.2	59.2	
24	Liège et bois	0.7	0.5	0.7	0.9	56.4	76	Télécommunications, appareils et équipements d'enregistrement et de reproduction du son	-1.4	-1.5	-0.9	1.2	60.4	
52	Produits chimiques inorganiques	1.7	-0.3	0.6	2.4	58.8	61	Cuir, articles en cuir et peaux travaillés	-0.1	-0.3	-0.8	1.2	61.6	
63	Articles en bois et en liège	0.4	0.5	0.5	0.8	59.7	53	Matériaux de teinture, de tannage et de coloration	-0.7	-0.7	-0.4	0.7	62.3	
01	Viande et préparations à base de viande	1.9	0.4	0.4	1.3	61.6	08	Aliments pour animaux (à l'exclusion de céréales non broyées)	-0.3	-0.1	-0.4	0.5	62.8	
82	Meubles et éléments d'ameublement	0.5	0.3	0.5	0.7	60.4	62	Articles en caoutchouc	0.4	-0.2	-0.4	0.8	63.6	
73	Machines pour le travail des métaux	1.1	0.5	0.4	0.9	62.5	89	Produits manufacturés divers	0.8	-0.2	-0.3	1.6	65.2	

1. ACR : indicateur de l'avantage comparatif révélé (Xi/X - Mi/M), voir texte.

2. En pourcentage des exportations ou importations totales en 1996.

Source : Tableau établi par le Secrétariat de l'OCDE à partir de données communiquées par l'Institut statistique national.

Par ailleurs, la Bulgarie n'est guère parvenue à attirer les entreprises de l'UE désireuses de délocaliser une partie de leurs activités à l'étranger pour bénéficier de coûts de main-d'œuvre plus bas. Le perfectionnement passif désigne les accords par lesquels des entreprises de l'UE fournissent à des sous-traitants les matériaux, les pièces et les composants à transformer ou à assembler, pour réimportation dans l'UE. Au début des années 90, ce type d'activité représentait une part importante des exportations des économies en transition, surtout dans des branches comme le textile et l'habillement où l'UE applique des contingents tarifaires préférentiels. En l'absence de données globales sur les flux de perfectionnement passif, le cas de l'Italie permet une approximation satisfaisante de ces activités à l'échelle de l'UE et peut donc être considéré comme représentatif de tendances plus générales⁸⁴. En ce qui concerne les accords de perfectionnement passif avec des entreprises italiennes, la Bulgarie vient loin derrière la Roumanie, qui a atteint un niveau comparable de développement économique et institutionnel, mais aussi derrière des pays d'Europe centrale membres de l'OCDE où les coûts de main-d'œuvre sont bien plus élevés. Les difficultés particulières de la transition en Bulgarie sont illustrées également par la diffusion très faible de la normalisation dans les entreprises bulgares (tableau 23). L'obtention d'une licence ISO devient de plus en plus importante pour les entreprises des marchés émergents, parce qu'elle indique aux clients (et investisseurs potentiels) étrangers que les biens et services fournis satisfont aux

Tableau 23. **La diffusion de la normalisation dans les économies en transition (fin 1996)**

	Nombre de titulaires d'une licence ISO 9000 ¹
Hongrie	423
Pologne	260
République tchèque	366
Slovénie	152
Slovaquie	135
Roumanie	61
Russie	56
Croatie	38
Bulgarie	14
Ukraine	14
Estonie	4

1. L'ISO 9000 est un ensemble de normes et directives concernant les systèmes de gestion de la qualité, et de normes connexes concernant la terminologie et des instruments spécifiques tels que la vérification (procédure consistant à vérifier que le système de gestion est conforme à la norme). La définition normalisée de la « qualité » dans l'ISO 9000 se réfère à toutes les caractéristiques d'un produit (ou service) qui sont exigées par le client. La « gestion de la qualité » est ce que l'entreprise fait pour s'assurer que ses produits sont conformes aux exigences du client, bien que l'ISO 9000 ne soit pas une norme de produit.

Source : ISO (Organisation internationale de normalisation).

normes de qualité strictes des pays industrialisés. Le défaut de conformité peut pénaliser les entreprises bulgares, car il accentue le discrédit dont souffrent souvent les produits des pays en transition à cause de leur qualité présumée médiocre.

Ouvrir l'économie aux pressions concurrentielles

Dans les économies planifiées socialistes, la coordination centralisée de la production avait engendré généralement une forte concentration des industries. En Bulgarie, cette structure anticoncurrentielle héritée de la planification était particulièrement puissante. La taille moyenne des entreprises industrielles était plus grande en Bulgarie que dans tous les autres pays socialistes à l'exception de l'Union soviétique⁸⁵. Durant les premières années de la transition, les problèmes inhérents à la concentration industrielle excessive ont été aggravés par les retards de la privatisation. La collusion, le recours aux prix de transfert et la fraude fiscale, impliquant parfois des relations entre entreprises d'État, entreprises privées, banques et organismes gouvernementaux, ont souvent entravé la concurrence, l'efficacité et l'équité. Une grande partie de l'activité économique s'est trouvée concentrée dans un nombre restreint de groupes industriels et commerciaux.

L'autorité bulgare de la concurrence, la Commission pour la protection de la concurrence (CPC), a été créée en 1991 par la loi sur la protection de la concurrence. En dépit d'un contexte difficile marqué par l'instabilité macro-économique et la lenteur de la privatisation, la CPC a fait preuve d'une étonnante activité durant la transition. Le nombre des plaintes enregistrées a été considérable par rapport à la moyenne des économies en transition, de même que le pourcentage des actions ayant donné lieu à l'ouverture d'une enquête. Toutefois, la CPC s'est consacrée essentiellement aux pratiques commerciales « déloyales » et aux problèmes d'exécution des contrats, questions qui sont normalement du ressort du système judiciaire, alors que les pratiques anticoncurrentielles injustifiables ont reçu beaucoup moins d'attention⁸⁶. Par ailleurs, la CPC a un bureau de onze membres, effectif plutôt élevé au regard de la moyenne internationale.

La réforme actuelle de la politique de la concurrence vise à rendre les lois et réglementations bulgares pleinement compatibles avec le cadre de l'Union européenne. La loi sur la protection de la concurrence de mai 1998 accroît les pouvoirs de la CPC, définit ses prérogatives dans les affaires de fusion et stipule que ses décisions ne peuvent être contestées que devant le Tribunal administratif suprême. Il est prévu toutefois une importante exception en ce qui concerne les décisions de la CPC d'approuver ou de bloquer des fusions et d'accorder ou de refuser des exemptions pour des accords anticoncurrentiels. Dans ces cas, la CPC elle-même ne dispose que de pouvoirs très limités pour

saisir le Tribunal suprême. De fait, ces dispositions confèrent à la CPC un rôle de premier plan dans la privatisation, car de nombreuses acquisitions se traduisent par des fusions soumises à examen. Bien entendu, une coordination efficace entre la CPC et d'autres organismes gouvernementaux, en particulier le ministère de l'Industrie, revêt une importance critique à cet égard. Enfin, la nouvelle loi contient des clauses très restrictives sur la publicité, justifiées par le souci de promouvoir une concurrence équitable. Mais ces clauses demandent sans doute à être révisées, étant admis que la publicité peut fournir aux consommateurs des informations utiles sur les produits commercialisés⁸⁷.

Privatisation et libéralisation dans les industries de réseau

La concurrence dans les services d'utilité publique – énergie, téléphone, transports et assainissement – soulève des problèmes spécifiques. L'expérience internationale démontre qu'une stratégie associant la réforme du régime de propriété, la libéralisation et le remodelage des réglementations peut engendrer d'importants gains d'efficacité et de bien-être⁸⁸. A cet égard, l'expérience des économies développées livre un certain nombre d'enseignements sur le plan de l'action : *a)* avant la privatisation, il faut envisager de séparer les éléments de monopole des secteurs potentiellement concurrentiels; *b)* la nature des réglementations et le champ d'intervention devraient être spécifiés à l'avance pour une certitude maximale; *c)* les critères de décision doivent être uniformes d'un secteur à l'autre et dans le temps de manière à minimiser le risque d'arbitrage réglementaire; *d)* un mécanisme d'arbitrage clair doit être mis en place pour régler les différends entre les entreprises de services publics et les agences compétentes. Ces questions, en particulier la pertinence de la structure de marché, présentent beaucoup d'intérêt pour les pays en transition, où la faiblesse du développement institutionnel justifie qu'on allège la charge des organismes de tutelle. La tâche du législateur est rendue plus difficile par l'existence de sérieux problèmes de répartition, qui concernent à la fois la structure des prix et la définition des services universels de base. Il faut trouver un délicat équilibre entre ces considérations et la nécessité d'améliorer l'efficacité.

Énergie

En 1998, les prix moyens de l'électricité ont été inférieurs à 4 cents des États-Unis par kWh, soit moins de la moitié du tarif moyen dans la zone de l'OCDE. Conformément aux engagements du programme de financement conclu avec le FMI, un programme sur trois ans pour le secteur de l'énergie a été approuvé en août 1998. Il vise à accroître l'efficacité grâce à la restructuration et à la privatisation de la production d'électricité. Les tarifs de l'électricité augmenteront en moyenne de 3.57 pour cent au 1^{er} janvier 1999, de 7.9 pour cent au 1^{er} juillet 1999, de 1.7 pour cent au 1^{er} janvier 2000 et 7.8 pour cent au

1^{er} avril 2001. Par ailleurs, en réponse à une recommandation du FMI, les prix du charbon et du chauffage ont été majorés de 30 pour cent à compter du 1^{er} septembre 1998. Toutes les aides d'État doivent être supprimées à l'expiration de la période de trois ans.

À la mi-1998, l'Agence de privatisation a désigné une agence de vente pour le pool de la Compagnie nationale d'électricité (NEK), qui comprend 22 centrales hydroélectriques et 3 centrales thermiques. La restructuration de la NEK a pour but de dissocier et de constituer en sociétés séparées les services d'études, les activités d'ingénierie, le conseil et les services de réparation du matériel. Du point de vue de la concurrence sur le marché, le problème essentiel concerne la dissociation des activités de production, de transport et de distribution. La NEK doit privatiser elle-même au moins une grande centrale thermique d'ici la fin de 1999, toutes les entreprises d'extraction du charbon d'ici 1999-2000 et d'autres actifs publics intervenant dans la production et la distribution d'électricité d'ici 2001. Le réseau haute tension et la centrale nucléaire de Kozlodouï resteront sous le contrôle de l'État. Pour les charbonnages, la stratégie de développement repose sur l'exploitation intensive des mines affichant les coûts de production les plus bas. Elle prévoit aussi un relèvement progressif des tarifs jusqu'en 2001, date à laquelle tous les prix du charbon seront complètement libérés. Enfin, conformément aux normes de l'UE sur la libéralisation des marchés de l'énergie, le gouvernement et le Parlement bulgares élaborent une nouvelle loi destinée à mettre en place un organisme de tutelle dans le secteur de l'énergie.

Télécommunications

La Compagnie bulgare des télécommunications (CBT) doit être vendue début 1999⁸⁹. La CBT est née en 1993, lorsque les services postaux ont été dissociés des services téléphoniques. En 1997, un consultant extérieur a été nommé et les comptes de la CBT ont été vérifiés. Le consultant a recommandé que 66 pour cent du capital-actions soient cédés à un acheteur stratégique et que le prix puisse être acquitté pour 50 pour cent au moyen d'instruments de la dette (obligations Brady et ZUNK). En juillet 1998, le gouvernement a approuvé la stratégie de privatisation de la CBT, la participation mise en vente étant fixée à 51 pour cent. Certains investissements ont déjà eu lieu, mais le réseau de la CBT repose encore essentiellement sur des équipements analogiques périmés, avec seulement 13 pour cent de commutations numérisées, en dépit d'un taux de pénétration élevé (32 lignes pour 100 habitants). L'État offre aux investisseurs potentiels un monopole sur les communications téléphoniques sur lignes fixes locales, à grande distance et internationales, jusqu'à la fin de 2002. Afin de rendre la CBT plus attrayante, il a été décidé que les acheteurs se verront attribuer une licence pour un second opérateur de téléphone mobile qui concurrencera l'opérateur en place. Le ou les acquéreurs ne seront pas autorisés, sauf agrément de l'Agence de privatisation, à céder leur participation dans la CBT avant 2002.

La promotion de la concurrence peut faciliter l'accroissement de l'efficacité, la réduction des tarifs et l'amélioration de la qualité. L'adoption d'une loi sur les télécommunications et la création d'une autorité de régulation indépendante demeurent des éléments indispensables au processus de libéralisation. Si la Bulgarie compte attirer un volume important de nouveaux investissements, elle doit accorder aux investisseurs internationaux des garanties fermes que seul un organe indépendant et compétent peut rendre crédibles. L'expérience internationale souligne le rôle décisif que des autorités de tutelle indépendantes peuvent jouer en assurant un accès uniforme. Le projet de loi final sur les télécommunications a été approuvé par l'Assemblée nationale en août 1998, quelques mois à peine avant l'opération de vente. La loi instaure certes un ensemble de règles transparentes, mais la Commission des télécommunications nouvellement créée, qui régira le secteur, n'est absolument pas indépendante de l'État. Ses membres seront nommés par le Premier ministre, alors que les organes similaires dans d'autres pays sont responsables devant le Parlement. De surcroît, la Commission partage ses compétences avec le Conseil des ministres et avec la toute nouvelle Agence nationale des fréquences. Une autre question clé à résoudre est celle de la répartition des compétences entre la Commission des télécommunications et la CPC⁹⁰.

Le processus d'adhésion à l'UE

La Bulgarie a présenté sa demande d'adhésion à l'Union européenne en décembre 1995 dans le contexte du processus historique visant à mettre fin à la division de l'Europe et à consolider l'implantation de la démocratie dans tout le continent. En juillet 1997, la Commission a rendu un *Avis* sur la demande d'adhésion de la Bulgarie⁹¹, appliquant les critères définis lors du Conseil européen de Copenhague de juin 1993⁹². La Commission a reconnu que la Bulgarie est en passe de satisfaire aux critères politiques, car elle possède des institutions démocratiques dont la stabilité apparaît aujourd'hui assurée. Mais elle a estimé que ses institutions demandent encore à être renforcées par un plus grand respect de la primauté du droit à tous les niveaux de l'administration publique⁹³. La Commission a également souligné que des efforts considérables sont nécessaires pour défendre les droits fondamentaux, combattre la corruption et améliorer le fonctionnement du système judiciaire. Pour l'heure, la Commission estime que la Bulgarie aurait vraisemblablement des difficultés à faire face aux pressions concurrentielles et aux forces du marché à l'intérieur de l'Union⁹⁴.

En décembre 1997, le Conseil européen a décidé que le Partenariat pour l'adhésion serait un élément clé d'une stratégie de pré-adhésion renforcée, mobilisant toutes les formes d'assistance aux pays candidats à l'intérieur d'un cadre unique⁹⁵. Le Partenariat pour l'adhésion, lancé en 1998, a pour objectif d'inscrire

Tableau 24. **Priorités et objectifs dans le Partenariat pour l'adhésion**

Domaine de l'action gouvernementale	<i>Court terme (1998)</i>
Réforme économique	Établissement des priorités de la politique économique à moyen terme et évaluation conjointe dans le cadre de l'accord avec l'Europe; poursuite du programme lancé par le gouvernement, notamment la privatisation transparente des entreprises et banques d'État et des mesures de restructuration dans l'industrie, le secteur financier et l'agriculture et des mesures visant à encourager le développement de l'investissement direct étranger.
Renforcement institutionnel	Adoption du projet de loi sur le service civil et poursuite de la réforme des administrations publiques; progrès dans les domaines de la capacité de contrôle financier interne, de l'environnement, de la politique douanière, du renforcement des administrations phytosanitaires et vétérinaires, en particulier pour ce qui concerne les services de contrôle aux frontières; début de la mise en place des structures nécessaires pour la politique régionale et structurelle.
Marché intérieur	Poursuite de l'alignement dans les domaines des droits de propriété intellectuelle et industrielle, des services financiers, de la fiscalité; adoption du cadre législatif nécessaire pour le contrôle des aides de l'État; adoption d'une nouvelle loi sur la concurrence.
Justice et Affaires intérieures	Mesures concrètes pour lutter contre la corruption et le crime organisé et améliorer la gestion frontalière.
Environnement	Poursuite de la transposition d'une législation cadre et horizontale.
Énergie	Élaboration d'une stratégie énergétique globale et à long terme et respect des normes de sécurité nucléaire et engagements réalistes à fermer certaines unités conformément à l'Accord sur la sécurité nucléaire.
<i>Moyen terme</i>	
Critères politiques	Poursuite des efforts visant à consolider la protection des libertés individuelles et à intégrer les bohémiens (population tzigane).
Réforme économique	Achèvement du processus de privatisation. Renforcement des institutions de l'économie de marché.
Politique économique	Réexamen régulier de l'évaluation conjointe des priorités de la politique économique, centrée sur le respect des critères de Copenhague.
Renforcement institutionnel	Achèvement de la réforme à tous les niveaux; amélioration du fonctionnement du système juridique; poursuite du développement de l'Office national d'audit et des structures de contrôle financier interne; création d'organes antitrust et de contrôle des aides de l'État; amélioration des procédures comptables, de vérification des comptes et de statistiques, et renforcement de l'autorité chargée de la réglementation dans le domaine nucléaire.

Tableau 24. **Priorités et objectifs dans le Partenariat pour l'adhésion** (suite)

Domaine de l'action gouvernementale	<i>Court terme (1998)</i>
Marché intérieur	Alignement de la politique de la concurrence, des aides de l'État, des douanes, de la fiscalité, de la politique de l'audiovisuel, de la législation relative aux marchés publics; amélioration de la normalisation, des structures d'évaluation de la conformité et mise en place d'un système de surveillance du marché; harmonisation de la législation technique concernant les normes industrielles.
Justice et Affaires intérieures	Élaboration de systèmes efficace de gestion et de contrôle aux frontières; mise en œuvre de la politique en matière de migration et de procédures d'asile et lutte contre le crime organisé et la corruption; alignement de la politique en matière de visas.
Agriculture et Pêcheries	Achèvement du processus de restitution des terres et création d'un cadastre et d'un marché foncier; développement de la capacité de mise en œuvre et d'application de la politique agricole commune et de la politique commune en matière de pêche.
Énergie	Mise en œuvre d'une politique globale fondée sur l'efficacité et la diversification.
Transport	Poursuite des efforts d'alignement et réalisation des investissements nécessaires pour l'infrastructure de transport.
Emploi et affaires sociales	Développement de structures appropriées sur le marché du travail et réexamen conjoint des politiques de l'emploi en vue de la participation à la coordination de l'UE; alignement de la législation relative à l'hygiène et à la sécurité professionnelles et développement de structures d'application, en particulier avec l'adoption rapide de la directive cadre sur l'hygiène et la sécurité sur le lieu de travail; mise en œuvre d'une politique d'égalité des chances entre les hommes et les femmes; poursuite et développement d'un dialogue social actif et autonome; développement de la protection sociale, mesures visant à aligner les normes de santé publique sur les normes de l'UE.
Environnement	Développement du suivi et mise en œuvre de structures et de capacités de contrôle.
Politique régionale	Mise en place d'une base juridique et développement de structures administratives et de procédures budgétaires.

Source : Commission européenne.

dans un cadre unique les domaines prioritaires de travail futur définis dans l'*AVIS*, les conditions applicables à l'aide et les moyens financiers disponibles. Le tableau 24 énumère les priorités et objectifs intermédiaires à court et moyen terme qui ont été définis en fonction de l'analyse développée dans l'*AVIS* et de l'examen par le Conseil. En particulier, la Bulgarie devra faire des efforts considérables pour appliquer l'*acquis* dans les domaines des télécommunications (notamment pour les structures tarifaires), de l'audiovisuel, de la fiscalité des statistiques, de la protection des consommateurs et des douanes, ainsi que pour aligner ses procédures en matière d'environnement, d'emploi et d'affaires sociales (en particulier pour le droit du travail et la structure de l'Inspection du travail) sur les normes de l'UE. La Bulgarie doit également réaliser les investissements nécessaires pour étendre le réseau de transport transeuropéen, qui est un élément essentiel au fonctionnement efficace du marché unique, et mettre en œuvre des réformes fondamentales dans son secteur agricole. La Bulgarie tire près de 40 pour cent de son électricité de la centrale nucléaire de Koslodouï, qui doit être modernisée à moyen terme pour répondre aux normes reconnues au niveau international. Par ailleurs, en 1993 la Bulgarie a accepté de fermer les tranches qui ne peuvent pas être modernisées, et elle doit aussi apporter un certain nombre de modifications à sa législation pour se mettre en conformité avec les règles communautaires dans le secteur nucléaire et pour respecter les régimes internationaux.

Un rapport plus récent soumis au Conseil européen en décembre 1998 sur les progrès de la Bulgarie dans la voie de l'adhésion reconnaît que la Bulgarie satisfait désormais aux critères politiques de Copenhague. La Commission conclut également que la Bulgarie a réalisé des progrès considérables vers la stabilisation macroéconomique et que les réformes récentes, même si elles n'en sont qu'à un stade initial, contribuent à améliorer la compétitivité internationale. Le rapport souligne la nécessité d'aller de l'avant à partir de l'*acquis*, en s'efforçant en priorité d'achever la libéralisation des échanges et des prix et d'accélérer la privatisation dans le secteur financier et le secteur des entreprises. Il est indiqué qu'une participation étrangère accrue dans le secteur bancaire améliorera l'efficacité de l'intermédiation financière. Indépendamment de ces réformes, le rapport souligne que l'administration publique doit s'adapter à son rôle dans une économie de marché.

Notes

1. La part des « prix administrés » dans le panier de l'IPC est passée de 16 pour cent environ en 1992 à 48 pour cent en 1996. Ces prix étaient étroitement surveillés, souvent sujets à diverses réductions ou majorations et, dans certains cas, activement contrôlés.
2. Depuis 1997, la Bulgarie a beaucoup réduit le nombre de biens dont les prix sont réglementés. Désormais, ces contrôles se limitent à des monopoles naturels où la concurrence est très limitée : services publics, gaz naturel, services postaux, tabac et produits pharmaceutiques.
3. Les chiffres cités dans ce paragraphe se rapportent aux statistiques de la balance des paiements, qui sont établies sur une base fab-fab.
4. On trouvera ci-après une description de ces instruments.
5. Décret 68 du 27 février 1997, cité par l'Agence de prévision et d'analyse économique (1998a), p. 11.
6. Une étude a montré que la plupart des entreprises industrielles, dont la majorité ne remplissait pas les conditions fixées, ont augmenté les salaires en 1997 de 1.5 à 3 fois. En outre, il n'y a pas eu apparemment de corrélation visible entre les augmentations de salaires et la rentabilité. (Agence de prévision et d'analyse économique 1998a, p. 12). En novembre 1998, Ivan Neikov, le ministre du Travail et de la Politique sociale, a déclaré que de nombreuses entreprises détenues par l'État avaient continué en 1998 à ne tenir aucun compte des limitations de la croissance des salaires (« Une centaine d'entreprises d'État... » (1998)).
7. Institut national des statistiques, données dans l'optique des comptes nationaux.
8. Comme nous l'avons évoqué dans la section précédente, en dépit de la reprise modérée de la production en 1998, les exportations au premier semestre de 1998 ont été inférieures à celles de 1997. Cette évolution peut s'expliquer en partie par la reprise de la demande intérieure, l'appréciation du leva en termes réels et la baisse des prix de plusieurs matières premières importantes, mais il n'en reste pas moins que les exportations pendant les mois de crise de 1997 semblent anormalement élevées.
9. Voir chapitre 2.
10. Selon l'Institut national de la statistique, environ 214 000 salariés sont passés du secteur public au secteur privé entre mars et décembre 1997 du fait des privatisations.
11. OCDE, *Étude économique de la Bulgarie 1997*, chapitre III. Les entreprises privées ont reçu une part importante des crédits commerciaux avant la crise de 1996, mais ces crédits se concentraient sur un nombre assez restreint de sociétés. Voir la note 33.

12. Hristov (1998), « Les cultivateurs de céréales... » (1998).
13. Soit le taux moyen NPF. En 1999, le taux moyen pour les produits non agricoles est de 12.58 pour cent et pour les produits agricoles de 25.55 pour cent, ce qui ramène le taux global moyen à 16.18 pour cent (ministère du Commerce extérieur et du Tourisme).
14. Mémorandum (1998) para. 27. La Bulgarie a accepté les obligations découlant de l'article VIII, sections 2, 3 et 4 des statuts du FMI à compter du 24 septembre 1998.
15. Voir, par exemple, Aghion et Bolton (1997), Hunya (1997).
16. OCDE (1997), p. 121.
17. Institut autrichien de recherche économique (1997).
18. La croissance du PIB au premier trimestre de 1998 a été supérieure de 19 pour cent à celle enregistrée pendant la même période en 1997, ce qui explique en grande partie pourquoi le PIB a augmenté de 12 pour cent pendant le premier semestre.
19. « Le climat dans les entreprises industrielles... (1998) », « Les ventes dans l'industrie... (1998) ».
20. Selon les statistiques officielles, cette opération est considérée comme un crédit octroyé par la Banque nationale au ministère des Finances. Dans la réalité cependant, la BNB n'a qu'une fonction d'intermédiation du financement du FMI. En effet, avec un régime de caisse de stabilisation de la monnaie, la BNB ne peut octroyer aucun crédit à une institution nationale.
21. Ministère des Finances.
22. Dans le cadre de la législation précédente, les entreprises étrangères procédant à des investissements prioritaires pouvaient être exemptées de 50 pour cent de l'impôt sur les bénéfices pendant une période de 10 ans. Les importations d'équipement pouvaient être exemptées de tous les droits de douane si elles s'ajoutaient aux immobilisations d'une entreprise étrangère.
23. Pour les raisons évoquées ci-après, le taux de salaire dans le secteur public constitue probablement une source plus fiable de mesure de l'évolution des salaires que les statistiques associant les salaires publics et les salaires privés.
24. Agence de prévision et d'analyse économique (1998b), p. 34.
25. OCDE (1998c).
26. Sur la base d'un sondage d'opinion entrepris par l'Institut national de la statistique auprès de plusieurs « experts », l'économie parallèle en proportion du PIB a augmenté en 1997, et pourrait avoir représenté plus de 30 pour cent du PIB au titre de cette année. Autre opinion révélée dans cette enquête, au moins 40 pour cent des entreprises bulgares pratiquent la fraude fiscale à un degré ou à un autre [« Le marché noir est source de... » (1998)].
27. Ministère du Travail et des Affaires sociales, OCDE (1998c).
28. Institut d'études économiques (1998), p. 11, également Agence de prévision et d'analyse économique (1998a).
29. OCDE (1998c) p. 47, ministère du Travail et des Affaires sociales.
30. Mémorandum... (1998).
31. *L'Étude économique de l'OCDE* sur la Bulgarie parue en 1997 contenait une analyse détaillée du comportement des banques commerciales. Il en ressortait notamment qu'une proportion très élevée des créances commerciales douteuses était constituée

- d'un nombre restreint de prêts de montant élevé (plus de 1.4 million de dollars des États-Unis chacun) à des entreprises privées. Le volume total de ces gros prêts, dont la majorité souffrait d'impayés, était de l'ordre de 10 pour cent du PIB, chiffre comparable au pourcentage du total des crédits commerciaux dans le PIB en Russie à la même époque. Les Bulgares parlent couramment des « millionnaires du crédit » pour désigner les initiés qui se sont enrichis avec des prêts entachés de corruption.
32. La part du crédit commercial au secteur non financier en Bulgarie dépassait 40 pour cent à la veille de la crise de 1996. S'il n'est pas élevé pour un pays de l'OCDE développé, un tel taux dépasse de beaucoup ceux des autres pays en transition signataires de l'Accord de libre-échange d'Europe centrale (l'ALEEC), à l'exception de la République tchèque et de la Slovaquie. Toutefois, ces deux derniers pays ont maintenu des ratios élevés en raison du volume important des créances douteuses héritées de la période antérieure à la transition. En Bulgarie, l'État a pris en charge ces dettes, et une forte inflation a largement dévalué les autres créances contractées dans le passé. Ainsi, la Bulgarie était le seul pays à conserver une proportion relativement élevée de crédits au secteur non financier qui consistaient en prêts nouveaux (postérieurs à la transition). Le volume de ces concours reflète le déséquilibre considérable du système d'incitations au sein duquel les banques opéraient (OCDE 1997, chapitre II).
 33. De fait, même la plupart des grandes banques étaient déjà insolvables à la fin de 1995. Mais jusqu'au milieu de 1996 la Banque nationale n'avait pas les pouvoirs nécessaires pour imposer la mise en faillite ou en liquidation des banques.
 34. OCDE (1997).
 35. « Loi sur les banques », Banque nationale de Bulgarie (1998*b*).
 36. Cette disposition a remédié à un problème majeur apparu entre la mi-1996 et la mi-1997. Durant ce laps de temps, les tribunaux s'étaient généralement efforcés de mener leur propre enquête sur l'insolvabilité présumée de la banque. Non seulement cette procédure demandait beaucoup de temps, mais en outre, dans plusieurs affaires, les tribunaux ont argué de divers points techniques pour refuser de mettre en faillite des banques manifestement insolvables.
 37. Chapitre V, Banque nationale de Bulgarie (1998*b*).
 38. Chapitre II, article 9, Banque nationale de Bulgarie (1998*b*).
 39. A la fin de juin 1998, trois établissements bancaires ne remplissaient pas cette condition. La date limite a été reportée à fin août, après quoi toutes les banques étaient officiellement en conformité avec la norme.
 40. Réglementations.
 41. Article 21(2)1, Banque nationale de Bulgarie (1998*b*).
 42. Article 41(1), Banque nationale de Bulgarie (1998*b*).
 43. La nature de la surveillance et du contrôle bancaire a changé radicalement depuis 1997. Plusieurs projets USAID et UE-PHARE ont visé à améliorer la réglementation bancaire, et le Groupe de Barents a apporté son concours technique et consultatif à cet effet. Le nombre des vérifications sur place et à distance a augmenté, tandis que les règles et méthodes d'inspection face aux problèmes bancaires sont rapprochées des normes mondiales. Un système CAMELS de notation des banques est mis en place : début 1998, 12 établissements avaient déjà été notés.
 44. Cette assurance couvre 95 pour cent des dépôts jusqu'à concurrence de 2 millions de leva et 80 pour cent des dépôts entre 2 et 5 millions de leva.

45. De fait, si l'on excepte la principale banque, la Bulbank, les crédits commerciaux représentaient la grande majorité des actifs dans la plupart des banques à la fin de 1995.
46. Banque nationale de Bulgarie (1998a).
47. Todorova et Dimitrova (1998).
48. Pour une analyse des coûts et avantages des contrats financiers relationnels, voir par exemple Aoki et Dinc (1997), Williamson (1995), et Rajan (1996).
49. Sur les avantages potentiels du développement d'institutions du marché du crédit pour le gouvernement d'entreprise dans les économies en transition, voir Aoki (1995).
50. Michael Borish and Company (1998).
51. A ce sujet, les autorités bulgares devraient garder à l'esprit des recherches récentes qui suggèrent un rôle possible pour la réglementation des taux d'intérêt sur les dépôts si une situation difficile de ce type devait se produire. Cette question est examinée dans deux études récentes de Hellman, Murdock et Stiglitz (1996 et 1997). Le raisonnement est le suivant : souvent, l'élasticité de l'épargne par rapport à de faibles variations des taux d'intérêt créditeurs n'est pas très élevée. Cependant, l'effet sur la rentabilité des banques peut être substantiel, et même déterminant sur des marchés du crédit peu développés. Les banques peuvent se livrer concurrence pour les dépôts en recourant à d'autres moyens que les taux d'intérêt. Il s'agit là d'un instrument de second choix, et les distorsions et réductions de bien-être consécutives pour les déposants doivent être évaluées en regard de l'étendue de la menace perçue pour le secteur bancaire.
52. Ministère des Finances.
53. *Bulgarian Economic Outlook*, n° 38, 25 septembre 1998.
54. Néanmoins, les autorités continuent d'ajuster la législation de manière à accélérer la procédure de faillite. En 1998, le code commercial a été modifié de telle sorte que la définition de l'« insolvabilité » est plus restrictive et inclut le défaut de paiement de plus de 30 jours. En outre, les tribunaux sont désormais tenus d'entamer la procédure d'insolvabilité le jour même où une action est déposée, et de rendre leur décision dans un délai de trois mois.
55. En janvier 1998, on recensait deux affaires dans lesquelles les créanciers avaient entamé des procédures pour insolvabilité contre des grandes entreprises (plus de 250 salariés) et avaient recouvré leurs créances à la suite de la liquidation (données fournies par le ministère de l'Industrie).
56. A titre d'exemple, les performances en 1995 et 1996 d'un échantillon de 123 entreprises industrielles bulgares dont les directeurs ont été remplacés depuis la mi-1997, indiquaient que ces entreprises étaient plus rentables, se tournaient davantage vers l'exportation et réalisaient des investissements plus élevés que la moyenne des entreprises des branches correspondantes (sources OCDE).
57. Le premier marché des valeurs mobilières dans une économie en transition a été créé (ou rouvert) à Budapest en 1990. En Europe centrale et orientale et dans les États baltes, la capitalisation totale des marchés de valeurs s'est accrue de manière considérable pour avoisiner 50-60 milliards de dollars à la fin de 1997, soit environ 15-20 pour cent du PIB. La plupart des valeurs cotées sont des entreprises privatisées, même si dans plusieurs économies en transition avancées les émissions publiques de titres de sociétés privées *stricto sensu* ont déjà commencé.

58. Cette stratégie a été approuvée par la Banque mondiale en association avec un Prêt d'ajustement structurel secteur financier et secteur des entreprises.
59. Toutefois, ces objectifs ne sont pas des obligations formelles prescrites par le récent accord de confirmation.
60. Ministère de l'Agriculture, des Forêts et de la Réforme agraire.
61. Jusqu'en août 1998, la loi sur la privatisation a été modifiée 15 fois.
62. Les conditions de l'échange de créances contre des participations dans le cadre d'une privatisation ont été modifiées à plusieurs reprises. Conformément à l'ordonnance la plus récente publiée en décembre 1997, les obligations Brady peuvent être utilisées pour régler jusqu'à 50 pour cent d'une transaction de privatisation (pour des actifs de l'État uniquement), et elles sont acceptées à leur valeur nominale.
63. A la suite de la réévaluation des actifs de l'État effectuée à la fin de 1997, la valeur comptable de certaines entreprises publiques a décuplé, ce qui a entraîné une multiplication spectaculaire du nombre des entreprises relevant de l'Agence de privatisation. Avant la modification apportée en août 1998 à la loi sur la privatisation, l'Agence avait délivré aux ministères techniques des autorisations au cas par cas concernant la cession d'entreprises publiques d'une valeur comptable de plus de 350 millions de leva.
64. Dans la pratique, toutefois, l'Agence de privatisation s'efforce de faire verser aux salariés un acompte en espèces plus important.
65. Dans le cadre de la seconde vague de privatisations de masse, plus d'un demi-million de personnes ont reçu des carnets de coupons d'une valeur de 250 000 leva chacun. Les souscriptions pour la première vente d'actions aux enchères ont commencé en janvier 1999, avec la mise en vente des actions de 31 entreprises, d'une valeur faciale globale de 196 millions de leva.
66. Conformément au Code de commerce, une participation de 67 pour cent est requise pour contrôler les décisions concernant une augmentation et une réduction de capital ou des transformations de l'entreprise, notamment par fusion.
67. Des préoccupations analogues ont été exprimées au sujet du programme de privatisation de la Roumanie. Voir OCDE (1998a), p. 98.
68. Voir l'analyse sur ce point dans la section sur l'investissement étranger et la note 80.
69. Après avoir cédé une participation de 75 pour cent à Euroenergy Holding en 1996, l'État, dont la part est tombée à moins de 1 pour cent, s'est efforcé de conclure une transaction qui permettrait à International Equities Inc., filiale de Stellar Global of Canada, de racheter Euroenergy et sa participation dans Plama. L'opération a échoué. Début juin 1998, 11 banques créancières, l'État et des représentants de Plama sont convenus qu'une procédure pour insolvabilité devrait être engagée (Reuters, 17 juin 1998). Le tribunal de Pleven a déclaré la société insolvable et a engagé une procédure de liquidation. En novembre, l'Agence de privatisation a signé un accord avec un consortium helvético-norvégien pour le règlement des droits et obligations de Plama et le transfert des actions («Pleven Oil Refinery Goes to Plama Consortium Ltd.», *Bulgarian Economic Outlook*, 20 novembre 1998).
70. Jusqu'en novembre 1998, la seule transaction conclue à l'aide d'un intermédiaire a été le RES de Verila, entreprise produisant des détergents. Toutefois, de nouvelles transactions auraient été conclues avant la fin de l'année.
71. «Instead of Complaining Intermediaries Should Make Proposals», *Bulgaria Economic Outlook*, 13 novembre 1998.

72. «With New Rules, Privatisation Agency Doubles Work of Foreign Consultants», *Bulgaria Economic Outlook*, 13 novembre 1998.
73. «Shipyard dispute raises doubts over Bulgarian sell-off process», *Financial Times*, 16 octobre 1998. Le Tribunal administratif suprême a statué récemment en faveur de l'Agence de privatisation.
74. Ces privilèges résultaient de modifications de la loi sur l'investissement étranger d'octobre 1997. Il s'agissait notamment de l'exonération de la TVA et des droits de douane pour les importations de matériel. Une nouvelle catégorie a été également créée pour les «projets d'investissement prioritaires», à savoir des projets qui dépassent 5 milliards de dollars des États-Unis, qui créent au moins 100 emplois ou qui sont situés dans des zones (prioritaires) à chômage élevé. Ces projets ouvraient droit à une réduction de 50 pour cent de l'impôt d'État sur les bénéfices pendant dix ans, ainsi que de dispositions généreuses en matière de rapatriement des bénéfices et du capital. Hormis les conditions de rapatriement des bénéfices, ces privilèges ont été supprimés en 1998.
75. «FIA Proposes Tax Exemption for Imported Equipment», *Bulgarian Economic Outlook*, 4 décembre 1998, n° 48, p. 8.
76. Des problèmes de politique de la concurrence à l'échelle de l'UE ont retardé la transaction sur Sodi. Le fournisseur bulgare était le seul concurrent de Solvay sur le marché italien, en partie parce que les producteurs américains, qui sont soumis à des droits antidumping dans l'UE, ne jugeaient pas rentable d'exporter vers l'Italie. La Commission italienne de la concurrence a donc décidé de subordonner son approbation du rachat à la suppression des mesures discriminatoires contre les produits américains, suppression qui a été décidée par la Commission après une demande en ce sens de Solvay et d'autres producteurs européens de moindre importance. Voir Amato (1998), pp. 126-31.
77. L'un des premiers investissements dans ce secteur a été réalisé par le financier international George Soros, qui a fondé une société de logiciels avec la compagnie bulgare de télécommunications (*Central European Economic Review*, juillet-août 1998, p. 6).
78. La BERD a fourni quelque 30 pour cent des ressources du Fonds, la SFI environ 16 pour cent et le reste a été réparti entre plusieurs sociétés privées et fonds de pension de la Grèce et des États-Unis. Depuis 1992, la BERD a approuvé 28 projets pour la Bulgarie (dont 22 dans le secteur privé), d'un total de 341 millions d'écus.
79. Données préliminaires de la BNB.
80. La Bulgarian International Business Association (BIBA), qui regroupe les plus gros investisseurs étrangers du pays, a rendu public un document mettant en lumière ces obstacles. Voir «Make Business in Bulgaria Forum Attracts about 250 companies», *Bulgarian Business News*, 8 juin 1998, et «Investors Problems», *Bulgarian Economic Outlook*, 16 octobre 1998. Voir également Houbenova-Delissivkova (1997) et Konings et Janssens (1996).
81. Au demeurant, le secteur des industries extractives affiche apparemment le niveau moyen d'efficience le plus élevé de toute l'économie bulgare. Voir Konings et Repkin (1998).
82. OCDE (1996), tableaux 17, 19, pp. 90-93 et OCDE (1998), tableau 16, p. 119.
83. Voir Guerrieri (1997) et Kubiélas (1998).
84. Voir Graziani (1997).

85. Voir Hoekman et Djankov (1997).
86. Il semble que la nouvelle loi sur la protection de la concurrence contribue largement à réorienter les activités de la CPC. Depuis son entrée en vigueur, le 12 mai 1998, 60 pour cent des études de cas de la CPC ont porté sur l'abus de position dominante et la concentration des activités économiques, et non sur les pratiques commerciales déloyales.
87. L'Union européenne a noté par ailleurs qu'un système de contrôle crédible des aides d'État devrait être mis en place. En particulier, conformément aux pratiques de l'UE, l'établissement et la mise à jour d'un inventaire complet des aides d'État ainsi que l'élaboration de la législation afférente auraient pour effet d'améliorer la transparence. L'Agence publique de contrôle des aides devrait être dotée de pouvoirs suffisants pour réévaluer les aides existantes, suivre l'administration des aides nouvelles et disposer d'un personnel suffisamment nombreux et qualifié. Voir Commission européenne (1997).
88. Voir Helm (1994) et Bitran et Sàez (1994). Sur la difficulté d'introduire ces réformes dans les économies en transition les plus avancées, voir Canning et Hare (1996).
89. La date limite de soumission des offres pour une participation de 51 pour cent dans la Compagnie bulgare de télécommunications (CBT) a été reportée de deux mois à la mi-novembre et fixée au 28 janvier 1999, afin que les investisseurs étrangers qui s'étaient montrés intéressés disposent d'un délai suffisant pour visiter et étudier l'entreprise.
90. Sur le problème général du partage des compétences et des droits, voir OCDE (1998*b*).
91. Commission européenne (1997).
92. Les conclusions de ce Conseil spécifiaient que les pays candidats d'Europe centrale et orientale qui le souhaitent deviendront membres de l'Union s'ils remplissent les conditions suivantes : *i*) stabilité des institutions garantissant la démocratie, la primauté du droit, les droits de l'homme et le respect et la protection des minorités; *ii*) existence d'une économie de marché fonctionnelle, et capacité de faire face à la pression concurrentielle et aux forces du marché à l'intérieur de l'Union; *iii*) aptitude à assumer les obligations découlant de l'adhésion, et notamment à souscrire aux objectifs de l'Union politique, économique et monétaire.
93. La Bulgarie est signataire de la Convention de l'OCDE sur la lutte contre la corruption d'agents publics étrangers dans le cadre de transactions commerciales internationales, conclue le 21 novembre 1997. La Convention fait obligation aux pays adhérents de définir ce qui constitue la corruption d'un agent public étranger en termes similaires à ceux utilisés dans le *Foreign Corrupt Practices Act* des États-Unis. Ceux qui sont reconnus coupables de corruption d'agents publics étrangers doivent être soumis aux mêmes peines que ceux reconnus coupables de corruption d'agents publics dans leur propre pays, et les bénéfices des transactions induites par les actes de corruption doivent être saisis et confisqués.
94. Satisfaire aux critères de convergence de Maastricht n'est pas une condition de l'adhésion, encore que les pays soient censés mettre en œuvre des politiques qui visent à atteindre une convergence réelle conformément aux objectifs de cohésion économique et sociale de l'Union, et une convergence nominale compatible avec l'objectif ultime de l'adoption de l'euro. En mars 1998, le gouvernement a indiqué que son programme macroéconomique était compatible avec le respect des critères, même si, selon la Commission, la participation de la Bulgarie à la troisième phase de

l'Union économique et monétaire poserait de sérieux problèmes, étant donné les réformes structurelles considérables qui doivent encore être réalisées. Plus généralement, une profonde réforme administrative sera indispensable pour que la Bulgarie dispose des structures nécessaires à une mise en œuvre efficace de l'acquis.

95. Commission européenne (1998).

Bibliographie

- Agence de prévision et d'analyse économique (1998a),
The Bulgarian Economy in 1997, Sofia.
- Agence de prévision et d'analyse économique (1998b),
The Bulgarian Economy in the First Half of 1998, Sofia.
- Aghion, Philippe et Wendy Carlin (1997),
« Restructuring Outcomes and the Evolution of Ownership Patterns in Central and Eastern Europe ». Dans *Lessons From the Economic Transition: Central and Eastern Europe in the 1990s*, Salvatore Zecchinis (dir. pub.), Amsterdam, Kluwer Academic Publishers.
- Amato, Giuliano (1998),
Il gusto della libertà. L'Italia e l'Antitrust, Rome, Laterza.
- Aoki, Masahiko (1995),
« Controlling Insider Control: Issues of Corporate Governance in Transition Economies ». Dans *Corporate governance in transitional economies: Insider control and the role of banks*, dir. pub. Masahiko Aoki, Washington, Banque mondiale, Economic Development Institute Development Series.
- Aoki, Masahiko et Serdar Dinc (1997),
« Relational Financing as an Institution and its Viability under Competition », Stanford University, *Working Papers in Economics*, n° 97-011.
- Institut autrichien de recherche économique (WIFO) et Institut de Vienne pour les études économiques comparatives (WIIW) (1997),
The Competitiveness of Transition Economies, Vienne.
- Bitran, Eduardo et Raúl Sáez (1994),
« Privatisation and Regulation in Chile ». Dans *The Chilean Economy*, dir. pub. Barry Bosworth, Rudiger Dornbusch et Raúl Labán, Washington, The Brookings Institution.
- « Black Economy Generates Up to 31 Per Cent of GDP in 1997 »,
Bulgarian Business News, 17-23 août 1998, p. 6.
- Banque nationale bulgare (1997),
Annual Report: 1996, Sofia.
- Banque nationale bulgare (1998a),
Annual Report: 1997, Sofia.
- Banque nationale bulgare (1998b),
Banking Laws and Regulations, Sofia.
- Canning, Anna et Paul Hare (1996),
« Political Economy of Privatisation in Hungary: A Progress Report », Heriot-Watt University, *CERT Discussion Paper*, n° 96/13.

- Commission européenne (1997),
Avis de la Commission sur la demande d'adhésion de la Bulgarie à l'Union européenne, Bruxelles.
- Commission européenne (1998),
Élargissement de l'Union européenne – Partenariat pour l'adhésion – Bulgarie, Bruxelles.
- « Grain Growers Unable to Sell Output, Market in a Lull »,
Bulgarian Business News, 7-13 septembre 1998, pp. 1 et 7.
- Graziani, Giovanni (1997),
 « Globalisation of Production in the Textile and Clothing Industry: The Case of Italian FDI and Outward Processing in Eastern Europe ». Présenté à la BRIE Conference sur *Will There Be A Unified European Economy? International Production Networks, Foreign Direct Investment, and Trade in Eastern Europe*, Vienne, 5-6 juin.
- Guerrieri, Paolo (1997),
 « Trade Patterns, FDI and Industrial Restructuring of Central and Eastern Europe ». Présenté à la BRIE Conference sur *Will There Be A Unified European Economy? International Production Networks, Foreign Direct Investment, and Trade in Eastern Europe*, Vienne, 5-6 juin.
- Hellmann, Thomas, Kevin Murdock, et Joseph Stiglitz (1997),
 « Financial Restraint: Towards a New Paradigm ». Dans *The Role of Government in East Asian Development: Comparative Institutional Analysis*, dir. pub. Masahiko Aoki, M. Okuno-Fujiwara et H. Kim, New York, Oxford University Press.
- Hellmann, Thomas, Kevin Murdock, et Joseph Stiglitz (1996),
 « Deposit Mobilisation through Financial Restraint ». Dans *Financial development and economic growth: Theory and experiences from developing countries*, Niels Hermes et Robert Lensink (dir. pub.), Londres et New York, Routledge, Studies in Development Economics.
- Helm, Dieter (1994),
 « British utility regulation: theory, practice, and reform », *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 10, n° 3.
- Hoekman, Bernard et Simeon Djankov (1997),
 « Competition Law in Bulgaria After Central Planning », Banque mondiale, *Policy Research Working Paper*, n° 1789.
- Houbenova-Delissivkova, Tatiana (1997),
 « Inward Investment in Bulgaria during the Transition to Market Economy ». Dans *Economic Integration through Foreign Direct Investment*, dir. pub. Christos Pitelis, ACE Project 94-0719-R.
- Hunya, Gabor (1997),
 « Large Privatisation, Restructuring, and Foreign Direct Investment ». Dans *Lessons From the Economic Transition: Central and Eastern Europe in the 1990*, Salvatore Zecchini (dir. pub.), Amsterdam, Kluwer Academic Publishers.
- « IMF Bans Spending Budget Funds to Stabilise Grain Market »,
Kapital, 13 septembre 1998.
- « Industrial Business Climate is Less Favorable than Last Year »,
Bulgarian Economic Outlook, 18-24 septembre 1998, p. 4.
- Institut d'économie, Académie bulgare des Sciences (1998),
Economic Outlook of Bulgaria by the Year 2000 and Beyond, Sofia.

- Konings, Jozef et Alexander Repkin (1998),
« How Efficient are Firms in Transition Countries? Firm-Level Evidence from Bulgaria and Romania », *CEPR Discussion Paper*, n° 1839.
- Konings, Jozef et Stefan Janssens (1996),
« How Do Western Companies Respond to the Opening of Central and East European Countries? Survey Evidence from Belgium », Leuven Institute for Central and East European Studies, *Working Paper*, n° 60.
- Kubiela, Stanislaw (1998),
« Transformation of Technology Patterns of Trade in the CEE Economies », University of Sussex, *STEEP Discussion Paper*, n° 44.
- Mémorandum sur la politique économique du gouvernement de la République de Bulgarie* (Programme à moyen terme du gouvernement bulgare soutenu par l'Accord sur trois ans avec le FMI au titre du MEDC) (1998),
Sofia, septembre.
- Michael Borish and Company (1998),
An Assessment and Rating of the Bulgarian Banking System, A report prepared for USAID, avril.
- « One Hundred State Firms Offer Unlawful Pay Raise »,
Bulgarian Business News, 2-8 novembre 1998, p. 6.
- OCDE (1996),
Études économiques de l'OCDE – République slovaque, Paris.
- OCDE (1997),
Études économiques de l'OCDE – Bulgarie, Paris.
- OCDE (1998a),
Études économiques de l'OCDE – Roumanie, Paris
- OCDE (1998b),
La relation entre les responsables de la réglementation et les autorités chargées de la concurrence, DAFPE/CLP(98)6.
- OCDE (1998c),
Labour Market and Social Policy in Bulgaria, rapport établi par la Direction de l'Éducation, de l'Emploi, du Travail et des Affaires sociales, mars.
- Rajan Raghuram (1996),
« Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's Length Debt ». Dans *The theory of corporate finance. Volume 1*, Michael Brennan (dir. pub.), Cheltenham, Elgar Reference Collection.
- « Sales in Industry Drop 8 Per Cent by December 1998 »,
Bulgarian Business News, 11-17 janvier 1999, p. 6.
- Todorova, G. et Dimitrova, D.,
« Problems at Failed Banks Put BNB on the Edge », *Kapital*, 13 septembre 1998.
- Williamson, Oliver (1995),
The Economic Institutions of Capitalism, New York, The Free Press.

LES ÉDITIONS DE L'OCDE, 2, rue André-Pascal, 75775 PARIS CEDEX 16
IMPRIMÉ EN FRANCE
(10 1999 35 2 P) ISBN 92-64-27052-3 – n° 50606 1999
ISSN 0304-3363